

INSTITUTO DE ESTUDOS SUPERIORES MILITARES

CURSO DE PROMOÇÃO A OFICIAL GENERAL

2011/2012



TRABALHO DE INVESTIGAÇÃO INDIVIDUAL

A EUROPA: UMA REGIÃO RUMO AO FEDERALISMO

O TEXTO CORRESPONDE A TRABALHO REALIZADO DURANTE A FREQUÊNCIA DO CURSO NO IESM SENDO DA RESPONSABILIDADE DO SEU AUTOR, NÃO CONSTITUINDO ASSIM DOUTRINA OFICIAL DA MARINHA PORTUGUESA / DO EXÉRCITO PORTUGUÊS / DA FORÇA AÉREA PORTUGUESA/ DA GUARDA NACIONAL REPUBLICANA.

JOÃO MANUEL VARGAS INÁCIO

Coronel de Administração Aeronáutica



INSTITUTO DE ESTUDOS SUPERIORES MILITARES

A EUROPA: UMA REGIÃO RUMO AO FEDERALISMO

João Manuel Vargas Inácio

Coronel ADMAER

Trabalho de Investigação Individual do Curso de Promoção a Oficial General

VERSÃO DEFINITIVA

Lisboa, 2012



INSTITUTO DE ESTUDOS SUPERIORES MILITARES

A EUROPA: UMA REGIÃO RUMO AO FEDERALISMO

João Manuel Vargas Inácio

Coronel ADMAER

Trabalho de Investigação Individual do Curso de Promoção a Oficial General

Orientador: COR PILAV Manuel Fernando Rafael Martins

Lisboa, 2012



Agradecimentos

Manifesto o meu reconhecimento ao Coronel Pilav Rafael Martins, orientador deste trabalho, pelo apoio, total disponibilidade e interesse sempre presentes ao longo da investigação realizada.



Índice

Agradecimentos.....	i
Índice	ii
Resumo	v
Abstract	vi
Palavras - chave	vii
Keywords	vii
Lista de abreviaturas, siglas e acrónimos.....	viii
Introdução	1
- Justificação e importância do estudo	2
- Objeto do estudo e sua delimitação	2
- Objetivo da investigação	3
- Questão central, questões derivadas e hipóteses.....	3
- Metodologia a seguir.....	4
- Organização do estudo	4
1. A União Económica e Monetária Europeia	6
a. A construção da União Económica e Monetária e o Euro.....	6
(1) Primeiros passos na construção da União Económica e Monetária	6
(2) As três fases da construção da União Económica e Monetária.....	9
b. O Pacto de Estabilidade e Crescimento	12
c. A Teoria das Zonas Monetárias Ótimas e a União Económica e Monetária.....	14
d. Síntese conclusiva	16
2. Da crise financeira global, à crise da dívida soberana europeia – alteração dos instrumentos de governação na União Económica e Monetária.....	17
a. As causas da crise financeira global, 2007 – 2009.....	17
b. Os efeitos da crise financeira global.....	20
c. Crise da dívida soberana e governação europeia	22
(1) Novos instrumentos de governação económica e financeira	23
(2) O Banco Central Europeu como emprestador de último recurso.....	28
d. Síntese conclusiva	29
3. Uma União Económica e Monetária reforçada	31
a. A União Europeia – Uma Federação “ <i>Sui Generis</i> ”	31



b.	Uma União Fiscal para a Europa	32
(1)	Aspetos conceptuais do Federalismo Fiscal	32
(2)	Aspetos práticos para a construção de uma União Fiscal	34
c.	Proposta de mecanismos para a resolução de crises de sustentabilidade das dívidas soberanas da Zona Euro	38
(1)	Mecanismos “ex – post”	38
(2)	Mecanismos “ex – ante”	39
d.	Síntese conclusiva	39
4.	Governança económica – o caso de Portugal.....	41
a.	Enquadramento Internacional	41
b.	O período de adesão ao Euro – uma década de trajetória insustentável da economia portuguesa	46
(1)	Crescimento, competitividade e desemprego.....	46
(2)	Endividamento externo e dívida soberana	50
c.	Portugal e o Ministério das Finanças Europeu	55
d.	Síntese conclusiva	57
	Conclusões e recomendações	59
	Conclusões	59
	Recomendações.....	61
	Bibliografia.....	62

Índice de Figuras

Figura 1 - Nova arquitetura da supervisão financeira.....	25
Figura 2 - O papel do ministro das finanças da área euro	35

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Preços reais no mercado imobiliário 2000-09	18
Gráfico 2 - Como irá evoluir, em 2012, a crise da dívida soberana europeia?	28
Gráfico 3 - Evolução de alguns índices europeus do mercado de valores mobiliários.....	43
Gráfico 4 - Evolução das taxas de desemprego	43
Gráfico 5 - Evolução do PIB Per Capita em PPC - EA 17 = 100.....	46
Gráfico 6 - Crescimento médio do PIB, 1981-2012	47
Gráfico 7 - Taxa de crescimento do PIB Potencial.....	48



Gráfico 8 - Taxa de câmbio real vs Euro Área e 35 países industrializados; 1999=100	48
Gráfico 9 - Composição da Balança de Transações Correntes em % do PIB	49
Gráfico 10 - Evolução das taxas de desemprego Portugal vs EA - 17	50
Gráfico 11 - Posição de investimento internacional em % do PIB.....	51
Gráfico 12 - Posição de investimento internacional em % do PIB, 2010	51
Gráfico 13 - Necessidade de financiamento, por setores institucionais, em % do PIB	52
Gráfico 14 - Défice e dívida pública em percentagem do PIB.....	53
Gráfico 15 - Encargos Brutos com Parcerias Público Privadas em percentagem do PIB ...	54
Gráfico 16 - <i>Spreads</i> dos Títulos de Dívida Pública a 10 anos	56

Índice de Tabelas

Tabela 1 - O percurso para o euro.....	7
Tabela 2 - As 3 fases de implementação da UEM.....	10
Tabela 3 - Quadro conceptual da política europeia de resposta à crise	21
Tabela 4 - Défices (-), excedentes (+) orçamentais dos países da ZE	23
Tabela 5 - Dívida Pública em % do PIB dos países da ZE	23
Tabela 6 - Principais aspetos relativos à dívida soberana da ZE	37
Tabela 7 - Crescimento económico europeu e mundial	41
Tabela 8 - Aceleração da globalização	44
Tabela 9 - Crescimento económico dual.....	45

Índice de Apêndices

Apêndice 1 - Diagrama de validação das hipóteses	Apd 1 - 1
Apêndice 2 - Diagrama de possíveis resultados da gestão da crise europeia	Apd 2 - 1



Resumo

O presente trabalho aborda a atual crise das dívidas soberanas europeias, analisando as suas causas e apresentando fundamentos para a necessidade de aprofundamento da governação económica, através da criação de instituições do tipo federal, que permitam a aplicação dos princípios da Teoria do Federalismo Fiscal.

A evolução da construção europeia, em especial a partir da criação do Mercado Único, tornou clara a necessidade de uma moeda única, o que veio a acontecer com a criação da União Económica e Monetária e a introdução do Euro. Ao lado deste pilar monetário, conclui-se que não foi devidamente acautelada a integração fiscal e política, que poderiam minorar o facto de a Zona Euro não corresponder a uma Zona Monetária Ótima, o que originou fragilidades acrescidas de coordenação multilateral da governação económica.

A crise financeira internacional, com a consequente redução de crédito na economia, revelou, de forma dramática, o desequilíbrio e insustentabilidade das contas públicas de alguns Estados Membros, ameaçando a integridade do projeto europeu.

As Instituições Europeias têm revelado fraco protagonismo privilegiando, os Estados Membros, a forma de decisão intergovernamental. Criaram-se mecanismos financeiros, como o Fundo Europeu de Estabilização Financeira, visando o apoio aos países da Zona Euro com problemas de sustentabilidade da sua dívida. Foram ainda reforçados os institutos de supervisão financeira e acordado um novo tratado, intergovernamental, sobre a Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, com regras bastante mais rígidas de disciplina orçamental, que deverá entrar em vigor em 2013.

A análise efetuada permitiu concluir que a estabilização duradoura da Zona Euro exige uma verdadeira União Fiscal, com um orçamento federal e poderes de supervisão bancária. Apresenta-se um modelo de Ministério das Finanças Europeu com poderes supranacionais no domínio da função fiscal estabilização, de acordo com os princípios do Federalismo Fiscal.

Na sequência da investigação conduzida, desenvolvem-se argumentos que sustentam as vantagens, para Portugal, da criação do Ministério das Finanças Europeu.

Concluimos que a estabilidade, integridade e a própria sobrevivência, da União Económica e Monetária dependem da criação de instrumentos de governação económica que aprofundem a integração europeia, numa ótica claramente Federalista.



Abstract

This paper discusses the current crisis of European sovereign debt, analyzing its causes and providing reasons for the necessity of deepening European economic governance through the creation of some sort of federal institutions, allowing the application of the principles of the Theory of Fiscal Federalism.

The evolution of European integration, especially since the creation of the Single Market, made clear the need for a single currency, which occurred with the creation of Economic and Monetary Union, and the introduction of the Euro. Beside this monetary pillar, the economic Union and fiscal policy integration was not properly addressed, that having been the case, it could have minimized the fact that the Euro Zone does not correspond to an Optimum Currency Area, which originated an increased weakness of multilateral coordination of economic governance.

The international financial crisis, with the consequent credit shortage, dramatically revealed the imbalance and lack of sustainability of some Member States sovereign debt, threatening the integrity of the Euro Zone.

The European institutions have shown weak leadership, with Member States favoring the form of intergovernmental decision. Some financial mechanisms have been created, such as the European Financial Stability Facility, aimed to assist the countries of the Euro Zone on issues of debt sustainability. The reform of the financial supervisory architecture was accomplished and a new Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union was put in place and will come into force in 2013.

The analysis carried out showed that the structural stabilization of the Euro Zone requires a genuine Fiscal Union with a federal budget and banking supervision powers. We propose the creation of a European Ministry of Finance able to perform the stabilization function, according to the Principles of Fiscal Federalism.

Following the investigation, arguments are developed in order to support the expected benefits to be achieved by Portugal, through the creation of the European Ministry of Finance.

We conclude that the stability and survival of Economic and Monetary Union depends on the creation of reliable instruments of economic governance, in order to deepen European integration, from a standpoint clearly Federalist.



Palavras - chave

União Europeia

União Económica e Monetária

Euro

Crise financeira global

Dívida soberana

Federalismo Fiscal

Keywords

European Union

Economic and Monetary Union

Euro

Global financial crisis

Sovereign debt

Fiscal Federalism



Lista de abreviaturas, siglas e acrónimos

AE	Área Euro
AT	Áustria
AUE	Ato Único Europeu
BCE	Banco Central Europeu
BCN	Bancos Centrais Nacionais
BE	Bélgica
CAC 40	<i>Paris Bourse – Cotation Assistée en Continu</i>
CDO	<i>Collateralized Debt Obligations</i>
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CE	Comunidade Europeia
CECA	Comunidade Europeia do Carvão e do Aço
CEE	Comunidade Económica Europeia
CIS	<i>Commonwealth of Independent States</i>
CY	Chipre
DAX	<i>Deutscher Aktien Index</i>
DE	Alemanha
EBA	<i>European Banking Authority</i>
ECB	<i>European Central Bank</i>
ECU	<i>European Currency Unit</i>
EDIC	<i>Euro – Area Deposit Insurance Corporation</i>
EE	Estónia
EFC	<i>Economic and Financial Committee</i>
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>
EM	Estados Membros
ERM II	<i>Exchange Rate Mechanism II</i>
ES	Espanha
ESMA	<i>European Securities Markets Authority</i>
ESRB	<i>European Systemic Risk Board</i>
EU	<i>European Union</i>
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo



FECOM	Fundo Europeu de Cooperação Monetária
FEEF	Fundo Europeu de Estabilização Financeira
FI	Finlândia
FMI	Fundo Monetário Internacional
FR	França
GDP	<i>Gross Domestic Product</i>
GR	Grécia
HIP	Hipótese
IBEX 35	<i>Bolsa de Madrid</i>
IC35	<i>Industrialized Countries</i>
IE	Irlanda
IME	Instituto Monetário Europeu
IMF	<i>International Monetary Fund</i>
IT	Itália
LU	Luxemburgo
MEE	Mecanismo Europeu de Estabilidade
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira
MENA	<i>Middle East and North Africa</i>
MF	Ministério das Finanças
MFE	Ministério das Finanças Europeu
MIB	<i>Milano Italia Borsa</i>
MIC	Metodologia de Investigação Científica
MT	Malta
MTC	Mecanismo de Taxas de Câmbio
NL	Países Baixos
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PEC	Pacto de Estabilidade e Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
PPC	Paridade do Poder de Compra
PPP	Parcerias Público - Privadas
PPS	<i>Purchasing Power Standard</i>
PSI	<i>Private Setor Involvement</i>
PT	Portugal
QC	Questão Central



QD	Questão Derivada
S&P	<i>Standard and Poor's</i>
SEBC	Sistema Europeu de Bancos Centrais
SEE	Setor Empresarial do Estado
SI	Eslovénia
SK	Eslováquia
SME	Sistema Monetário Europeu
SMP	<i>Securities Markets Programme</i>
TFP	<i>Total Factor Productivity</i>
TFUE	Tratado de Funcionamento da União Europeia
UE	União Europeia
UEM	União Económica e Monetária
ULC	<i>Unit Labor Costs</i>
VPE	Veículo de Propósito Especial
ZE	Zona Euro
ZMO	Zona Monetária Ótima



“The practice ...of contracting debt will almost infallibly be abused in every government.

Therefore, ...consequences ...be one of ...two events:

Either the nation must destroy public credit, or public credit will destroy the nation.”

David Hume, *Political discourses*, 1752, and

essay of 1752,
“Of Public Credit”

“A crise is a terrible thing to waste”

Paul Romer, 2004

Introdução

A crise financeira que atingiu a economia mundial no verão de 2007, foi o culminar de um longo período iniciado nos Estados Unidos da América (EUA), em 2001, caracterizado por:

- Rápido crescimento do crédito;
- Prémios de risco baixos;
- Forte alavancagem do setor bancário;
- Desenvolvimento de uma bolha no mercado imobiliário.

A queda abrupta, do valor dos ativos que tinham por base as hipotecas de imóveis no mercado Americano, em especial no segmento *sub-prime* (segmento de risco elevado), desencadeou uma quebra de confiança no setor financeiro a nível mundial. Confiança é o ativo mais precioso de qualquer sistema financeiro e também aquele que mais rapidamente pode ser erodido. Daqui resultou, no imediato, uma crise de liquidez, associada a um *credit-crunch*¹. As eminentes insolvências em cascata no setor bancário, obrigaram as autoridades governamentais, a nível mundial, a coordenarem esforços no sentido de injetar liquidez no sistema e em simultâneo aplicarem estímulos fiscais para minimizar os efeitos económicos recessivos da crise financeira.

¹ *Credit-Crunch* – Situação em que as instituições financeiras não cumprem a sua principal função, que é a de financiarem a economia.



O sistema bancário europeu encontra-se numa situação de fragilidade sistémica desde a crise financeira de 2007-2009. Existem interações sequenciais com os problemas da dívida soberana na Europa (incapacidade de obter financiamento no mercado), em especial os que se verificam nos países da União Económica e Monetária (UEM), que partilham a moeda única, com aguda incidência na Grécia, Portugal e Irlanda.

Aqueles países estão sujeitos a programas de assistência financeira negociados com a Comissão Europeia (CE), Banco Central Europeu (BCE), e Fundo Monetário Internacional² (FMI), sendo que, face à ausência de instrumentos de governação económica e financeira adequados, ao nível da UEM, a crise da dívida soberana poderá estender-se a outros países da Zona Euro (ZE)³, nomeadamente a Espanha e Itália, podendo no limite conduzir à rutura da UEM.

Esta situação de verdadeira emergência económica, financeira e política, ameaça o cerne da construção europeia e exige uma reflexão profunda, por parte da liderança da União Europeia (UE), sobre o nível de integração política a alcançar. O modo de governação, o papel das instituições e as medidas que devem ser tomadas para debelar a presente crise, têm que ser tempestivas e suficientemente credíveis perante a avaliação dos mercados e da sociedade em geral.

- Justificação e importância do estudo

Este trabalho ganha especial importância à luz das circunstâncias verdadeiramente excecionais que a Europa vive. Enquadra questões que são decisivas para o futuro da UE, para Portugal enquanto membro desta União e respetivos Povos. Com efeito, a crise financeira, económica e de dívida soberana, é uma ameaça concreta e séria ao projeto europeu e em particular à UEM, cuja rutura, em especial se desordenada, colocaria em causa o normal funcionamento do sistema económico, social e político. Pretende - se contribuir para a cabal caracterização da crise, compreensão das razões que levaram à sua emergência e soluções para a sua resolução.

- Objeto do estudo e sua delimitação

O estudo centra-se, num primeiro passo, na origem e gestão da presente crise financeira, económica e das dívidas soberanas europeias, prospetando o seu impacto no modo de governação da Europa, no contexto de urgência que a situação exige.

² Instituições que, nesta atuação conjunta, são vulgarmente designadas por *TROIKA*.

³ ZE – compreende o conjunto de países que adotaram o Euro como moeda comum. Também designada por Área Euro.



Num segundo passo, com um enquadramento de médio, longo - prazo é caracterizada uma situação de aprofundamento da integração europeia, com alterações no modo de governação, próximas das propostas do Federalismo Fiscal.

A complexidade e abrangência deste objeto de estudo, associado aos contínuos desenvolvimentos nesta matéria, que a nível político e económico se encontram em pleno curso, obrigam à sua delimitação. Assim a investigação incide, na sua essência, sobre os Estados que constituem a UEM, e que adotaram o Euro como moeda, permitindo-se uma especial atenção ao caso de Portugal. A consideração de alterações ao modo de governação da Europa centra-se na governação económica e financeira.

- Objetivo da investigação

Determinar se a gestão da atual crise, e a adoção de mecanismos preventivos, para impedir ou mitigar a sua repetição futura, exigem que a UEM caminhe para o Federalismo.

- Questão central, questões derivadas e hipóteses

A forma como a Europa tem vindo a lidar com a crise, revelando fraca articulação entre as Instituições Europeias e os Estados Membros (EM), lentidão na definição das medidas a adotar, privilegiando a forma de decisão intergovernamental, pautada por atuação de diretório, tem tornado claro que a UEM, ao lado do pilar institucional com capacidade de decisão, que é o BCE, de natureza vincadamente federal, necessita de um mecanismo no âmbito da política orçamental, que faça a coordenação com a política monetária, o que irá exigir um maior aprofundamento da União Política.

Deste enquadramento resulta a **Questão Central (QC): *A União Económica e Monetária: Uma Região Rumo ao Federalismo?***

A partir da questão central identificaram-se as seguintes questões derivadas (QD):

QD 1 – O quadro conceptual da criação da moeda única teve falhas?

QD 2 – A resolução tempestiva da crise da dívida soberana europeia, permitindo a sobrevivência da UEM, é possível mantendo os atuais instrumentos de governação financeira e económica da Europa?

QD 3 – A estabilização da UEM poderá ser conseguida, de forma duradoura, com uma governação económica apoiada nas teses do Federalismo Fiscal?



QD 4 – Portugal, no atual contexto financeiro, económico e orçamental, teria vantagens em delegar mais soberania em Bruxelas, numa perspetiva Federalista?

Para tentar responder à questão central e derivadas, foram equacionadas as seguintes Hipóteses (HIP) que são objeto de validação ou rejeição no decorrer da investigação:

HIP 1 – A criação da moeda única não respeitou os critérios expressos na Teoria das Zonas Monetárias Ótimas e não previu mecanismos eficazes para a coordenação, multilateral, das políticas fiscais dos EM.

HIP 2 – A UEM deve criar e assegurar o eficaz funcionamento de novos instrumentos de governação económica, a curto - prazo, no âmbito da gestão das crises de dívida soberana dos EM e dos problemas sistémicos da banca.

HIP 3 – A estabilidade da UEM seria fortemente reforçada com uma governação económica assente num sistema derivado das teses do Federalismo Fiscal.

HIP 4 – Portugal tem vantagens em apoiar a criação de um órgão com competência orçamental, supranacional, no seio da UEM, tendo em especial consideração a função fiscal estabilização.

- Metodologia a seguir

A metodologia a seguir está de acordo com a Metodologia de Investigação Científica (MIC), descrita na NEP nº DE 218, de 15 de setembro de 2011. Aprofundamos os conceitos relacionados com a temática proposta, com recurso a pesquisa documental, bibliográfica e na internet, a leituras complementadas com entrevistas exploratórias a especialistas na área em estudo. Com vista à referenciação bibliográfica, fazemos uso da ferramenta de referenciação *EndNote®*, estilo *Harvard – Anglia*.

- Organização do estudo

Definidas a QC, as QD e as HIP formuladas, a investigação inicia-se pela caracterização do processo de criação da UEM, identificação das suas principais fases até à entrada em circulação da moeda única, o Euro, efetuando-se análise comparativa com os pressupostos das Zonas Monetárias Ótimas (ZMO) e medidas de harmonização da política fiscal.



Seguidamente é analisada a problemática da crise da dívida soberana na Europa, considerando as suas causas próximas e consequências. São apresentadas soluções para a crise a par das exigências que colocam à governação, tendo em consideração restrições de ordem temporal, política e legal.

Posteriormente a investigação incide sobre o modo de governação da Europa, num enquadramento de médio, longo - prazo, analisando a evolução da integração europeia apoiada na teoria do Federalismo Fiscal, e se tal contribuirá para a estabilidade futura da UEM.

Nesta sequência caracterizamos a evolução económica e financeira de Portugal, no período de adesão à UEM. Identificam-se os principais desequilíbrios da economia que conduziram ao plano de resgate acordado com a *TROIKA*. Em simultâneo prospetamos eventuais vantagens, para Portugal, da existência de um governo económico europeu efetivo.

Finalmente, e em consonância com objetivo da investigação, é apresentado um conjunto de conclusões da investigação, dando resposta ao enunciado da QC.



1. A União Económica e Monetária Europeia

a. A construção da União Económica e Monetária e o Euro

A realização da UEM, cuja face mais visível foi a introdução da moeda única, o Euro, foi um feito notável e possivelmente o mais importante do processo de integração europeia (Scheller, 2006, p. 15). Importa notar, desde já, que a UEM é uma construção singular, sem paralelo histórico, onde a comparação, com anteriores experiências de uniões monetárias serve essencialmente, para apontar as diferenças (Eichengreen, 2007, p. 1).

A par da introdução de uma moeda única, é criada uma nova realidade de funcionamento institucional, que vai desde a definição de critérios de convergência das economias dos EM, à criação de instituições supranacionais, integração das políticas monetárias e coordenação de políticas económicas e metas fiscais. A Europa, no entanto, constitui uma União Monetária, sem a correspondente União Política. Existe um BCE, com competências supranacionais alargadas, sem que exista um Governo Federal (Eichengreen, 2007, pp. 12-13). Faremos a análise da evolução desta realidade, como forma de permitir a sua confrontação com as principais teorias económicas que a enquadram, tendo presente os compromissos políticos que a sustentam e a sua singularidade.

(1) Primeiros passos na construção da União Económica e Monetária

O Tratado de Roma que institui a Comunidade Económica Europeia (CEE) e que entrou em vigor em 1 de janeiro de 1958, não tinha qualquer provisão relativamente à integração monetária. O principal objetivo centrava-se na criação de uma união aduaneira e um mercado comum, que viesse a permitir a livre circulação de mercadorias, serviços, pessoas e capitais. A política cambial assentava no Sistema Monetário Internacional em vigor, designado de *Bretton Woods*, e que os fundadores do projeto europeu acreditavam poder assegurar a adequada estabilidade cambial com o seu regime padrão dólar – ouro (Angeloni et al., 2011). Esta situação alterou-se a partir de meados da década de 60, introduzindo, de forma cada vez mais notória, a problemática da política monetária e cambial na agenda europeia.

Podemos considerar, numa perspetiva evolutiva os seguintes passos na construção e desenvolvimento da UEM e da moeda única (Scheller, 2006, pp. 16-17):



Tabela 1 - O percurso para o euro⁴

1962	Apresentação pela Comissão Europeia da sua primeira proposta, (<i>Memorando Marjolin</i>), relativa à união económica e monetária.
Maio de 1964	Formação do Comité de Governadores dos bancos centrais dos Estados - Membros da Comunidade Económica Europeia (CEE), a fim de institucionalizar a cooperação entre os bancos centrais da CEE.
1970	Relatório Werner define um plano para a realização até 1980 de uma união económica e monetária Comunidade.
Abril de 1972	Estabelecimento de um sistema (a “serpente”) para a redução progressiva das margens de flutuação entre as unidades monetárias dos Estados-Membros da CEE.
Abril de 1973	Constituição do Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECOM), para garantir o funcionamento adequado da “serpente”.
Março de 1979	Criação do Sistema Monetário Europeu (SME).
Fevereiro de 1986	Assinatura do Acto Único Europeu (AUE).
Junho de 1988	Conselho Europeu atribui a um comité de especialistas, presidido por Jacques Delors (o “Comité Delors”), o mandato de apresentar propostas para a concretização da UEM.
Maio de 1989	Apresentação do “Relatório Delors” ao Conselho Europeu.
Junho de 1989	Conselho Europeu concorda com a realização da UEM em três fases.
Julho de 1990	Início da Primeira Fase da UEM.
Dezembro de 1990	Lançamento de uma Conferência Intergovernamental para preparar a Segunda e Terceira Fases da UEM.
Fevereiro de 1992	Assinatura do Tratado da União Europeia (o “Tratado de Maastricht”).
Outubro de 1993	Escolha da cidade de Frankfurt am Main para a sede do IME e do BCE e nomeação de um Presidente do IME.
Novembro de 1993	Entrada em vigor do Tratado da União Europeia.
Dezembro de 1993	Nomeação de Alexandre Lamfalussy como Presidente do IME, a ser criado no dia 1 de Janeiro de 1994.
Janeiro de 1994	Início da Segunda Fase da UEM e início de funções do IME.
Dezembro de 1995	Conselho Europeu de Madrid decide sobre o nome e cenário de adopção da moeda única e sobre a transição para o novo numerário.
Dezembro de 1996	IME apresenta ao Conselho Europeu espécimes de notas de euros.

(continuação da Tabela 1)

⁴ Os elementos com data posterior a 2004 constituem atualização à Tabela original. Fonte: BCE



Junho de 1997	Conselho Europeu acorda o Pacto de Estabilidade e Crescimento.
Maio de 1998	A Bélgica, a Alemanha, a Espanha, a França, a Irlanda, a Itália, o Luxemburgo, os Países Baixos, a Áustria, Portugal e a Finlândia são considerados países que preenchem as condições necessárias para a adopção do euro como moeda única; nomeação dos Membros da Comissão Executiva do BCE.
Junho de 1998	Instituição do BCE e do SEBC.
Outubro de 1998	BCE anuncia a estratégia e o quadro operacional da política monetária única que iria conduzir a partir de 1 de Janeiro de 1999.
Janeiro de 1999	Início da Terceira Fase da UEM; o euro passa a ser a moeda única da área do euro; fixação irrevogável das taxas de conversão das anteriores moedas nacionais dos Estados-Membros participantes; condução de uma política monetária única para a área do euro.
Janeiro de 2001	A Grécia passa a ser o 12.º Estado-Membro da UE participante na área do euro.
Janeiro de 2002	Transição para o euro fiduciário: introdução das notas e moedas de euros que, no final de Fevereiro de 2002, passam a ser a única moeda com curso legal na área do euro.
Maio de 2004	Adesão ao SEBC dos BCN dos dez novos Estados-Membros da UE.
Janeiro de 2007	A Eslovénia passa a ser o 13.º Estado-Membro da UE participante na área do euro.
Janeiro de 2008	O Chipre e Malta elevam para 15 o número de Estados-Membros da EU participantes na área do euro.
Janeiro de 2009	A Eslováquia passa a ser o 16.º Estado-Membro da UE participante na área do euro.
Janeiro de 2011	A Estónia passa a ser o 17.º Estado-Membro da UE participante na área do euro.

Fonte: Adaptado de (Scheller, 2006)

No conjunto das primeiras iniciativas rumo à UEM merece destaque o “Relatório Werner”, que propunha a realização da UEM, em várias fases até final da década de 70 (Werner et al., 1970, pp. 14-29). Para além de um banco central federal, taxas de câmbio irrevogáveis (ou moeda única) considerava a criação de um centro de decisão para a política económica que apontava para a definição, a nível supranacional, da política fiscal da Comunidade:

“ (...) will exercise independently, in accordance with the Community interest, a decisive influence over the general economic policy of the Community. In view of the fact that the role of the Community budget as an economic instrument will be insufficient, the Community’s centre of decision must be in a position to influence the national budgets (...).”(Werner et al., 1970, pp. 12-13).

O Ato Único Europeu (AUE), assinado em fevereiro de 1986, com entrada em vigor em julho de 1987, trouxe à Comunidade um renovado objetivo – a constituição de



um mercado único.⁵ O artigo 8º- A define o objetivo do AUE, que se traduz em " (...) *estabelecer progressivamente o mercado interno durante um período que termina em 31 de dezembro de 1992 (...)* " (CEE, 1987, p. 7). O mercado interno foi definido como " (...) *um espaço sem fronteiras internas, no qual a livre circulação das mercadorias, das pessoas, dos serviços e dos capitais é assegurada de acordo com as disposições do presente Tratado.*" (Ibidem). O AUE levou ainda a importantes alterações institucionais, nomeadamente quanto aos casos em que o Conselho podia deliberar por maioria qualificada. Conferiu ao Parlamento Europeu competências acrescidas em matéria de aceitação de novos membros, e na ratificação de alterações às regras de funcionamento da Comunidade (Valério, 2010, p.104).

Consolidou-se a perceção que o sucesso de um espaço económico comum exigiria um processo de convergência das políticas económicas dos EM. O grau de integração das economias diminuiria a discricionarieidade das políticas nacionais. A transparência de preços, diminuição dos custos de transação e a eliminação dos riscos cambiais, eram percecionadas como condições necessárias ao sucesso do mercado único, que só poderiam ser realizadas no âmbito de uma UEM. O Presidente da Comissão, Jacques Delors foi encarregue de elaborar um relatório visando a sua constituição. O relatório foi apresentado ao Conselho Europeu em 1989, propondo a criação da UEM em 3 fases (Scheller, 2006, p. 20).

(2) As três fases da construção da União Económica e Monetária

Em 1992 foi acordado o Tratado de Maastricht, que entrou em vigor em 1993, criando a UE, e compreendendo o que podemos chamar de “Constituição Monetária da Europa” (Moutot et al., 2008, p.14). As alterações ao Tratado CEE configuraram o Título VI – “ A Política Económica e Monetária” com quatro capítulos (UE, 1992):

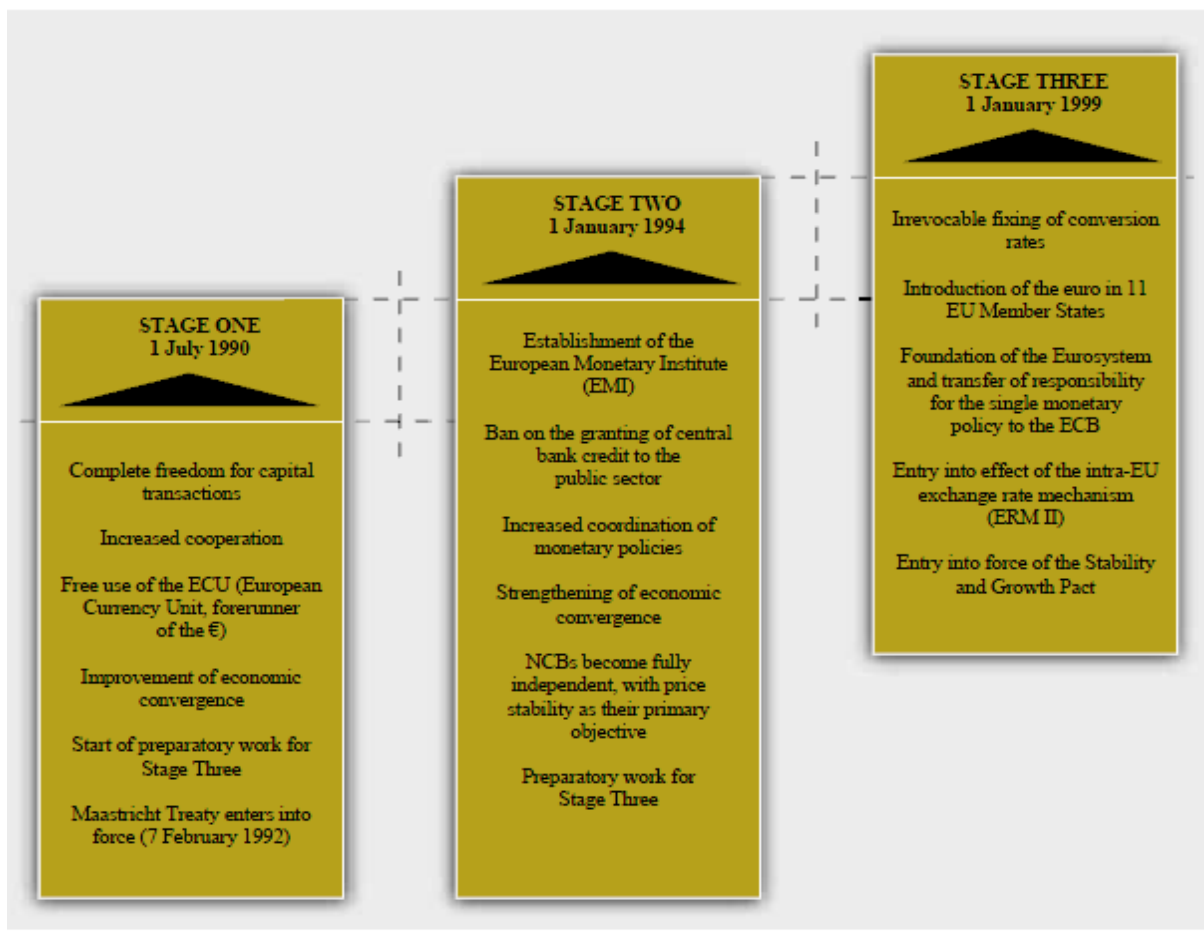
- Capítulo I - A política económica (Do Artigo 102º- A ao Artigo 104º - C);
- Capítulo II – A política monetária (Do Artigo 105º ao Artigo 109º);
- Capítulo III – Disposições Institucionais (Do Artigo 109º - A ao Artigo 109º-D);
- Capítulo IV – Disposições transitórias (Do Artigo 109º- E ao Artigo 109.º - M).

⁵ Mercado único, mercado interno ou também designado mercado comum.



Lançaram – se assim as bases da UEM definindo-se a metodologia e o calendário para a sua criação. Os Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e do BCE e o Estatutos do Instituto Monetário Europeu (IME) constituem protocolos anexos ao Tratado. A Dinamarca e o Reino Unido negociaram cláusulas de *opting – out* que lhes permitiram não participar na Terceira Fase da UEM (Scheller, 2006, p. 21).

Tabela 2 - As 3 fases de implementação da UEM



Fonte: (Moutot et al., 2008, p. 15)

A 1.^a fase da UEM, com início em 1 de julho 1990, abrangeu a completa liberalização dos movimentos de capitais, a participação dos EM no Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME) e acrescida cooperação dos Bancos Centrais Nacionais (BCN). Esta cooperação compreendeu a realização de consultas relativas às políticas monetárias e à promoção da sua coordenação, com vista a atingir a estabilidade de preços. Previu-se o aumento da convergência económica sendo definidos os critérios de convergência, como condição para a participação na última fase da UEM, conforme estipulado no Tratado (Moutot et al., 2008, p. 14), Artigo 109.º J (UE, 1992):



- Elevado grau de estabilidade de preços, expressa por uma taxa de inflação que, em média anual, não exceda mais de 1,5 pontos percentuais a média das 3 taxas de inflação mais baixas da UE;
- Sustentabilidade das finanças públicas traduzida numa situação orçamental sem défice excessivo, não superior a 3% do Produto Interno Bruto (PIB). Peso da dívida pública no PIB não superior a 60%. Estes valores são considerados de referência, admitindo-se exceções nos casos em que essa relação tenha vindo a baixar de forma substancial e contínua e se encontre já perto do valor de referência ou quando o excesso relativamente a este valor seja excecional e temporário;
- Estabilidade cambial, caracterizada pela observância, durante, pelo menos, dois anos, das margens normais de flutuação previstas no MTC do SME, sem ter procedido a uma desvalorização em relação à moeda de qualquer outro EM;
- Caráter duradouro da convergência das taxas de juro a longo prazo, caracterizado por uma taxa de juro de longo prazo, em média anual, que não exceda em mais de 2 pontos percentuais, a média das taxas de juro dos três EM com taxas de inflação mais baixas.

A 2.^a fase da UEM iniciou-se com a criação do IME, em 1 de janeiro de 1994. O Instituto, órgão transitório, tinha a missão de assegurar os trabalhos preparatórios para a Terceira Fase da UEM, enquanto a condução da política monetária e cambial na UE permanecesse reservada às autoridades nacionais. As duas principais atribuições do IME eram (Moutot et al., 2008, p. 15):

- Reforçar a cooperação entre os BCN e a coordenação das políticas monetárias (incluindo o acompanhamento da convergência económica e legal);



- Proceder aos preparativos necessários para a criação do SEBC, para a execução política monetária única e para a criação de uma moeda única na terceira fase da UEM.

Foram realizados os ajustamentos jurídicos aos estatutos dos BCN, por forma impedir qualquer financiamento privilegiado ao setor público, e interferências governamentais na execução da política monetária (Valério, 2010, p.138).

Em 1 de janeiro de 1999 tem início a 3.^a fase, o Euro foi lançado, as taxas de câmbio dos 11 EM, participantes na UEM, foram fixadas de forma irrevogável, e uma entidade supranacional, o BCE, assumiu a responsabilidade pela condução da política monetária única na Área do Euro (AE). O objetivo primordial do BCE consiste na manutenção da estabilidade do nível de preços.

O Euro substituiu as moedas nacionais, tornando-as suas subdivisões no período de transição até à entrada em circulação, física, das moedas e notas (1 de janeiro de 2002). Dos quinze países que faziam parte da UE, 11 formaram a ZE - Bélgica, Alemanha, Irlanda, Espanha, França, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia (Rollo et al., 2011, p.369). Ficaram de fora a Grécia, por não reunir as condições de adesão e, por decisão própria, o Reino Unido, a Dinamarca e a Suécia. Atualmente fazem parte da ZE 17 Estados membros da UE: Bélgica, Alemanha, Estónia, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Áustria, Portugal, Eslovénia, Eslováquia e Finlândia. Os seguintes países são membros da UE mas não utilizam a moeda única: Bulgária, República Checa, Letónia, Lituânia, Hungria, Polónia, Roménia. São EM que beneficiam de uma derrogação, dado não reunirem as condições exigidas à sua entrada na ZE (Scheller, 2006, pp. 26-28). Com a 3.^a fase da UEM, entra em aplicação o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC).

No SEBC participam todos os BCN dos EM da UE. No entanto as decisões relativas à condução da política monetária única da AE são determinadas pelo BCE e pelos BCN dos Estados – Membros adotantes do Euro, estrutura que se designa por “*Eurosistema*” (Valério, 2010, p. 139) .

b. O Pacto de Estabilidade e Crescimento

A criação do Euro envolveu uma escolha política fundamental, expressa no Tratado de Maastricht, de não criar uma verdadeira união económica, a acompanhar a união



monetária. Temos portanto uma assimetria institucional, com a política monetária a ser conduzida a nível supranacional e a política orçamental a ficar na esfera dos EM. Na ausência de um governo económico europeu, o enquadramento legal, do Tratado CE, procurou conter a possibilidade dos diversos EM incorrerem em políticas económicas que conduzissem a desequilíbrios macroeconómicos. De acordo com as disposições dos Artigos 102-A ao Artigo 104 – C (UE, 1992), os EM devem considerar as suas políticas económicas uma questão de interesse comum e coordená-las no Conselho, contribuindo para a realização dos objetivos da Comunidade. Devem ainda evitar défices excessivos. Como incentivo ao comportamento responsável, no âmbito fiscal, ficou expressamente proibido o procedimento de financiamento monetário do défice, com efeito o Artigo 104º estabelece que *“1. É proibida a concessão de créditos sob a forma de descobertos ou sob qualquer outra forma pelo BCE ou pelos bancos centrais nacionais dos Estados – membros (...) em benefício de Instituições ou organismos da comunidade, governos centrais, autoridades regionais, locais, (...) bem como a compra direta de títulos de dívida a essas entidades, pelo BCE ou pelos bancos centrais nacionais.”* (Ibidem), reforçando estas disposições, foi introduzida uma cláusula de *no bail – out*, Artigo 104º-B n.º1 *“ (...) a Comunidade não é responsável pelos compromissos dos governos centrais, das autoridades regionais ou locais, ou de outras autoridades públicas, dos outros organismos do setor público ou das empresas públicas de qualquer Estado-membro, nem assumirá esses compromissos”* (Ibidem).

Cientes da importância destas disposições, para evitar que os comportamentos laxistas de um EM pudessem prejudicar o bom funcionamento da UEM, a Comunidade procurou reforçar e prolongar o seu alcance criando o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Este Pacto tem na sua génese uma resolução do Conselho Europeu e dois regulamentos: O Regulamento (CE) n.º 1466/97 do Conselho, de 7 de julho de 1997, relativo ao reforço da supervisão das situações orçamentais e à supervisão e coordenação das políticas económicas (UE, 1997a), e o Regulamento (CE) n.º 1467/97 relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivo (UE, 1997b).

O PEC estabelece um objetivo de médio prazo para a posição orçamental dos EM, a qual deveria estar perto do equilíbrio ou em excedente (Buti, 2006) . Conforme Resolução do Conselho Europeu sobre o PEC, de 17 de junho de 1997: *“O apoio ao objetivo de situações orçamentais sãs, próximas do equilíbrio ou excedentárias, permitirá a todos os Estados-membros enfrentar as flutuações cíclicas normais, mantendo o défice orçamental*



dentro do valor de referência de 3 por cento do PIB”(UE, 1997c, p.1). Como mecanismo de reforço da supervisão, relativamente à ocorrência de défices excessivos, ficou prevista a avaliação dos programas de estabilidade, a serem elaborados anualmente pelos EM e apresentados ao Conselho e Comissão⁶. Foi claramente definido o quadro sancionatório, quando o valor de referência do défice fosse ultrapassado⁷.

O facto de as sanções não serem automáticas diminuiu a credibilidade do mecanismo de supervisão orçamental da UE e potenciou a probabilidade de ocorrência de défices acima do valor de referência, como acabaria por se verificar, sem que o mecanismo de sanções funcionasse (Amador and Cunha, 2004) (Vaz, 2011, p. 12). O PEC teve, assim uma eficácia muito reduzida, não assegurando uma adequada coordenação multilateral das políticas fiscais, permitindo que as situações orçamentais de alguns EM atingissem níveis insustentáveis.

c. A Teoria das Zonas Monetárias Ótimas e a União Económica e Monetária

Uma boa parte da argumentação crítica, à viabilidade da construção da UEM e introdução da moeda única, baseou-se na teoria das ZMO, apresentada por Robert Mundell em 1961. Uma ZMO é definida por uma grande mobilidade interna dos fatores produtivos e uma pequena mobilidade externa dos mesmos (Mundell, 1961). O critério de determinação de uma ZMO estaria ligado à possibilidade de nessa zona se poder resolver o dilema inflação - desemprego sem ter necessidade de recorrer às variações das taxas de câmbio, o que exigiria grande flexibilidade de preços e salários, mobilidade do trabalho, ou um sistema de transferências orçamentais. Mundell conclui que a ZMO é uma região (Kenny, 2003). Essa região teria que ser, na maior parte dos casos, de dimensão inferior ao país, ou regiões através de diferentes países o que desde logo deixaria poucas hipóteses de aplicação prática da moeda única. Só em zonas onde estivesse em curso um processo de integração, com diluição da soberania das nações, e onde se verificasse a perfeita mobilidade de fatores, poderíamos falar de ZMO e moeda única (ou câmbios fixos dentro da região).

A partir de 1970 Mundell defende, entusiasticamente, a unificação monetária europeia, o que parece paradoxal face às conclusões do seu trabalho inicial, que não qualificam a UEM como uma ZMO. Adicionalmente os seus argumentos foram usados extensivamente pelos céticos da UEM (McKinnon, 2000). Este paradoxo, com Mundell,

⁶ Artigos 3.º e 4.º do Regulamento (CE) n.º 1466/97 do Conselho, de 7 de julho de 1997

⁷ Artigos 11.º, 12.º e 13.º do Regulamento (CE) n.º 1467/97 relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos.



aparentemente, em ambos os lados do debate, pode ser resolvido pelo facto de existirem dois modelos. O segundo modelo foi produzido em 1970 e só publicado em 1973, com reduzida divulgação. Nesse modelo Mundell considera que se uma moeda única puder ser gerida de modo a que o seu poder de compra se mantenha estável, quanto maior a zona monetária melhor, ainda que sujeita a choques assimétricos⁸ (McKinnon, 2000).

Países que partilham uma moeda única podem mitigar os efeitos de choques assimétricos diversificando as suas fontes de rendimento, nomeadamente com os residentes de um país a deterem direitos de dividendos, juros e rendas provenientes de outros países. O corolário deste argumento é que a existência de choques simétricos não é um requisito estrito para a partilha de uma moeda comum, se todos os membros da área estiverem financeiramente integrados. Uma moeda única permite aos intermediários financeiros, diversificar aplicações para além das suas fronteiras, tal qual fazem nas diversas regiões do seu país, justificando a argumentação de Mundell II. Existe no entanto uma razão para um país não se integrar numa UEM e partilhar a moeda única, é o caso em que as suas finanças públicas se encontrem em posição de fraca sustentabilidade (McKinnon, 2001).

Como já vimos, o processo de criação da moeda única criou estritos critérios e obrigações no domínio da sustentabilidade das finanças públicas. Com o benefício do conhecimento da evolução e atual situação fiscal na ZE, pode-se afirmar que o sistema implementado não cumpriu os seus objetivos. Adicionalmente a política monetária comum mostrou-se demasiadamente acomodatória para alguns dos EM, permitindo níveis de endividamento excessivos e a criação de bolhas nos mercados, nomeadamente no mercado imobiliário.

Decorre da análise efetuada que a introdução do euro, não respeitou os critérios que definem uma ZMO. Estaríamos perante uma ZMO se os choques assimétricos externos afetando a procura de produtos ou oferta de fatores numa ou mais regiões que a compõem, pudessem ser resolvidos não com o uso da política cambial, mas sim através de processos de ajustamentos automáticos permitidos pela flexibilidade dos salários, preços e mobilidade do trabalho, ou transferências orçamentais entre regiões. Acresce ao referido a fraca sustentabilidade das finanças públicas de alguns países da UEM.

⁸ Refere-se a choques económicos inesperados de diferentes sinais entre regiões, i.e uma região em plena expansão e outra (s) em estagnação ou recessão económica.



d. Síntese conclusiva

Da investigação conduzida com vista a identificar se o quadro conceptual da criação da moeda única teve falhas, o que materializa a nossa QD 1, entendemos que:

- A transparência de preços, diminuição dos custos de transação e a eliminação dos riscos cambiais, foram tidas como condições necessárias ao sucesso do mercado único, que só poderiam ser realizadas no âmbito de uma UEM, com a consequente criação de uma moeda única;
- A criação do Euro não determinou uma verdadeira união económica, a acompanhar a união monetária. Gerou-se, assim, uma assimetria institucional, com a política monetária a ser conduzida a nível supranacional e a política orçamental a ficar na esfera dos EM;
- Em substituição da união económica criou-se o PEC, com objetivos estritos de estabilidade orçamental, a observar pelos EM. O facto de as sanções, associadas ao não cumprimento das disposições do PEC, não serem automáticas diminuiu a credibilidade do mecanismo de supervisão orçamental;
- O PEC não assegurou uma adequada coordenação multilateral das políticas fiscais, permitindo que as situações orçamentais de alguns EM atingissem níveis insustentáveis;
- Da análise efetuada foi possível concluir que a criação do Euro, não respeitou os critérios que definem uma ZMO. Uma ZMO permitiria que os choques, assimétricos externos, pudessem ser resolvidos através de processos de ajustamento automáticos. Adicionalmente verificou-se uma fraca sustentabilidade das finanças públicas de alguns países da UEM.

Pelas razões aduzidas, concluímos que a criação da moeda única não respeitou os critérios expressos na Teoria das ZMO e não previu mecanismos eficazes para a coordenação, multilateral, das políticas fiscais dos EM, o que responde à QD 1 e confirma e valida a HIP 1.



2. Da crise financeira global, à crise da dívida soberana europeia – alteração dos instrumentos de governação na União Económica e Monetária

a. As causas da crise financeira global, 2007 – 2009

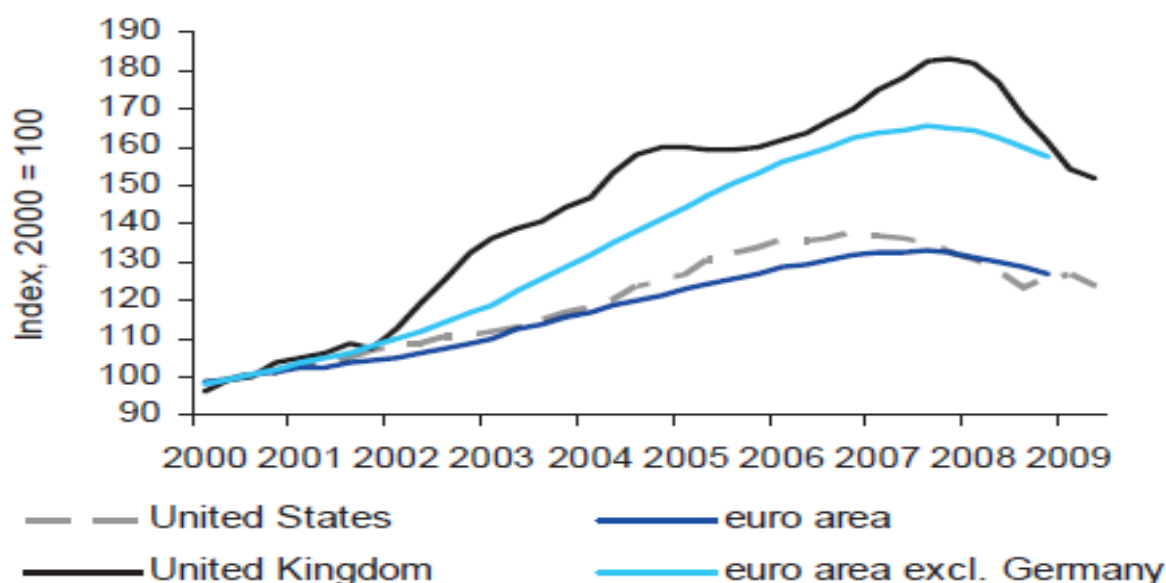
As explicações para a crise financeira global assentam em duas ordens de argumentos, de aceitação generalizada (Eichengreen, 2009):

- Insuficiente regulação para conter as distorções verificadas no sistema de incentivos dos mercados financeiros;
- Desequilíbrios globais, com enormes fluxos de capitais provenientes das economias emergentes (em especial China, e países produtores de petróleo) e também do Japão, canalizados para o mercado Norte – Americano, que a par de uma política monetária acomodatória por parte da Reserva Federal, provocaram uma escalada especulativa nos preços dos ativos.

As principais crises financeiras, verificadas no passado, foram antecidas por períodos de forte crescimento do crédito, baixos prémios de risco, abundante liquidez e subida acentuada do preço dos ativos. A crise financeira de 2007-2009, cujas repercussões se continuam a fazer sentir hoje, não foi exceção (Reinhart and Rogoff, 2009, pp. 216 - 222). O decréscimo do fim dos ciclos económicos, com a “grande moderação”, associados a um longo período caracterizado por estabilidade no nível de preços e crescimento sustentado, contribuiu para um otimismo exagerado, mas parcialmente justificado, dos mercados.

No rescaldo do rebentar da bolha *dot.com*, em 2000, dos ataques terroristas de 11 de setembro de 2001 e dos escândalos financeiros, como o da *Enron Corporation*, as autoridades monetárias Norte – Americanas, reduziram as taxas de juros de 6,5% em maio de 2000, para 1,75% em dezembro de 2001, procurando afastar qualquer espectro de recessão, disponibilizando grandes níveis de liquidez à economia.

A política monetária continuou acomodatória, com as taxas de juro a baixarem para 1% em junho de 2003. Esta disponibilidade de liquidez, associada às aplicações dos excedentes das economias emergentes no mercado de dívida pública, facilitou o acesso ao crédito e conduziu a uma enorme subida dos preços dos ativos, nomeadamente do mercado imobiliário, não só nos EUA – mas também na Europa, especialmente na Espanha, Irlanda e Reino – Unido (Buti and Székely, 2009, p. 12) (Allen and Carletti, 2011, p. 24), conforme se ilustra no gráfico seguinte:



Source: OECD

Gráfico 1 - Preços reais no mercado imobiliário 2000-09

Fonte: (Buti and Székely, 2009, p. 12)

A maioria das bolhas nos mercados de ativos iniciam-se com processos de inovação ou desenvolvimento tecnológico que anunciam uma nova economia. A crise não resultou de qualquer inovação promissora no mercado imobiliário, tendo a bolha no preço dos ativos sido determinada por inovação, sim, mas no setor dos serviços financeiros, correspondendo a uma alteração do modelo tradicional de concessão de crédito à habitação – “originar e manter” para um modelo de “originar e distribuir” (Roubini and Mihm, 2010, pp. 84 - 87).

Este novo modelo consistia em conceder créditos (no caso vertente empréstimos hipotecários para aquisição de habitação), efetuar a sua titularização, dispersando posteriormente o risco pela venda dos títulos, cujo valor dependia da rentabilidade dos ativos subjacentes. A solidez do devedor deixava de ser avaliada pelo credor original. Com a subida contínua dos ativos imobiliários a boa idoneidade do devedor, suportada por adequado rendimento e ativo real (devedor *prime*), deixou de ser essencial, considerando-se que o empréstimo estaria sempre garantido, mesmo que o devedor não reunisse aquelas condições (devedor *suprime*), pelo valor do ativo imobiliário (Neves, 2011, pp. 101-102).

Chegou-se ao limite de efetuar empréstimos a quem não dispunha nem de fontes de rendimento nem de emprego, os chamados empréstimos *ninja*⁹. A titularização não se ficou

⁹ No income, no job, no assets



por aqui, as empresas financeiras deram cobertura à titularização de imóveis comerciais, crédito ao consumo, empréstimos de cartão de crédito, empréstimos a empresas e muitos outros tipos de financiamentos. O incentivo do credor inicial, que originava os títulos, para fiscalizar a capacidade do devedor para efetuar a liquidação do empréstimo era diminuto. As agências de notação de risco de crédito também nada fizeram para esclarecer os investidores do real risco deste tipo de ativo, fosse por a sua independência estar comprometida, fosse por reais dificuldades na análise de risco de incumprimento dos empréstimos reunidos nestes “pacotes de titularização”. Com efeito criaram-se vários produtos, como os *collateralized debt obligations* (CDO), produtos de dívida estruturada, em que os vários credores não estão em igualdade de risco. Os títulos mais simples de hipotecas tinham três camadas de senioridade – sendo as mais baixas de maior risco e mais baratas e as mais altas de menor risco e mais caras. Produtos hipotecários de notação de risco BBB eram colocados em pacotes titularizados, em que uma percentagem significativa tinha notação AAA. Transformavam-se, artificialmente e de forma enganadora, ativos tóxicos em sólidos produtos de investimento (Roubini and Mihm, 2010, pp. 87- 90).

A inovação atingiu o ponto de se criarem CDO sintéticos que simulavam CDO reais através de *credit default swaps*¹⁰ (CDS) (ibidem). O ganho estava nas comissões de transmissão e gestão deste tipo de produtos, o que incentivava a multiplicação das transações.

Os bancos que investiram nestes produtos tinham como principal preocupação a sua venda ou a sua retirada dos balanços, colocando-os em “veículos de propósito especial” (VPE), que eram financiados por créditos de curto prazo, potenciando o risco de desajuste das maturidades. As instituições financeiras, apesar de terem retirado estes ativos do seu balanço, e libertado capital, continuavam a ter de garantir estes “veículos”. Falhas na supervisão bancária levaram a que o controlo destes VPE e das instituições financeiras não – depositárias, fossem negligenciados. Acresce a esta situação um ambiente de fusões e aquisições que levaram a crescimentos substanciais de muitos bancos, fazendo crescer o risco de *moral hazard* - sentimento que poderiam assumir riscos elevados, que em condições normais seriam despropositados, no pressuposto de que se algo corresse mal a sua dimensão obrigaria ao seu resgate. Nesta consonância os bancos foram construindo os seus portfólios, com uma percentagem cada vez menor de capitais próprios, o que os colocava numa situação de extrema fragilidade face à ocorrência de qualquer

¹⁰ Seguros contra o incumprimento do crédito



evento negativo. Os bancos dos EUA chegaram a múltiplos de alavancagem entre 20 e 30 e alguns grandes bancos europeus ainda em maior grau. A alavancagem era atrativa dados os CDS oferecerem proteção contra o risco de incumprimento e estarem com preços substancialmente subavaliados. Qualquer pequena queda percentual no valor dos ativos podia tornar insolvente a instituição (Buti and Székely, 2009, p. 13).

b. Os efeitos da crise financeira global

Com o início da queda dos valores no mercado imobiliário Norte - Americano, em 2006, começa a formar-se uma tempestade perfeita no sistema financeiro mundial, inundado por ativos *subprime*. No começo de 2008 com as iminentes falências do Bear Stearns, das companhias Fannie Mae e Freddie Mac nos Estados Unidos, e dos bancos europeus Northern Rock e Landesbank Sachsen, conjuntamente com um grupo alargado de instituições financeiras, ficou clara a possibilidade de ocorrer um colapso financeiro sistémico a nível mundial. Esta constatação obrigou à intervenção dos governos, nacionalizando e patrocinando aquisições de algumas destas instituições, aumentando o risco de *moral hazard*. A situação é confirmada de forma decisiva com a falência do banco de investimento Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008 (a maior falência da história americana com 613 mil milhões de dólares de dívida) que o Departamento do Tesouro decidiu não resgatar, decisão que se revelaria desastrosa. A perda de confiança diminuiu ainda mais os preços no mercado imobiliário e os bancos, tolhidos pela incerteza da qualidade dos ativos dos seus congéneres, deixaram de emprestar fundos entre si. Os investidores reavaliaram o nível de risco e retiraram-se do mercado, levando ao desaparecimento dos poucos canais de crédito existentes. Todo o sistema bancário estava em causa, com uma espiral de perda de valor de ativos, vendas forçadas e prejuízos na banca a nível mundial (Buti and Székely, 2009, p. 9) (Krugman, 2009, p. 177) (Allen and Carletti, 2011, p. 24).

Face a esta perda de confiança generalizada, e aos ensinamentos colhidos com a crise de 1929, os principais Bancos Centrais utilizaram, de forma coordenada, todo o arsenal de política monetária convencional e não convencional, injetando quantidades massivas de liquidez no sistema bancário, assumindo o papel de emprestadores de último recurso, procurando não recompensar o *moral hazard*, mas acautelando a sustentabilidade do sistema. Fiscalmente incorreram em pesados défices procurando estimular a economia e evitar corridas aos bancos através de garantias e em casos extremos recorrendo a nacionalizações no setor bancário. Passada a fase de pânico houve que restabelecer o



sistema, saneá-lo e capitalizá-lo. Possibilitar que este voltasse à sua função principal de financiador da economia, permitindo o normal financiamento do setor não – financeiro, evitando falências em massa, desemprego e minimizando os efeitos recessivos na economia real (Neves, 2011, pp.111-117).

O quadro conceptual da resposta, global, da Europa à crise, pode ser compreendido na tabela seguinte (Buti and Székely, 2009, p. 58):

Tabela 3 - Quadro conceptual da política europeia de resposta à crise

Crisis policy frameworks: a conceptual illustration				
	Crisis prevention	Crisis control and mitigation	Crisis resolution	EU coordination frameworks
Financial policy	Regulation, supervision (micro- and macro-prudential)	Liquidity provision, capital injections, credit guarantees, asset relief	State-contingent exit from public support; audits, stress tests, recapitalisation, restructuring	EU supervisory committees, Single Market, Competition policy, joint representation in international fora (G20)
Monetary policy	Leaning against asset cycles	Conventional and unconventional expansions	State-contingent exit from expansion, safeguarding inflation anchor	Single monetary policy, European System of Central Banks
Fiscal policy	Automatic stabilisers within medium-term frameworks, leaning against asset cycles	Expansions plus automatic stabilisers, while respecting fiscal space considerations	State-contingent exit from expansion, safeguarding sustainability of public finances	Stability and Growth Pact, European Investment Bank
Structural policy	Market flexibility, entrepreneurship and innovation	Sectoral aid, part-time unemployment compensation	State-contingent exit from temporary support	Single Market, Competition policy, Lisbon Strategy
EU coordinated tools	Micro- and macro-prudential surveillance, fiscal surveillance, peer pressure, learning	Liquidity provision, balance of payment lending facilities, eurobonds	Definition of coordinated exit strategies, structural funds	-

Source: European Commission

Fonte: (Buti and Székely, 2009, p. 58)

Os efeitos económicos da crise financeira variaram de país para país. Em 2009 os EUA tiveram uma contração do produto de (-) 2,7 %, a maior desde a Segunda Guerra Mundial, o Japão (-) 6,3% e a ZE (-) 4,1%. O desemprego aumentou de forma notória nas economias desenvolvidas, para valores historicamente elevados, EUA 9,3%, ZE 9,6%, com dimensões bastante díspares entre os seus membros (Espanha 18% em 2009 e 20,1% em 2010!) (EC, 2011i). Em 2010 houve uma recuperação generalizada do PIB mundial. Atualmente as previsões de crescimento económico têm vindo a ser revistas em baixa, face às incertezas acumuladas sobre a crise das dívidas soberanas europeias e seu impacto no crescimento europeu e mundial, associados à manutenção de importantes desequilíbrios mundiais (Altman, 2011) (Reich, 2011).

Os reguladores terão que ser mais eficazes na prevenção de crises desta natureza, exigindo adequados níveis de capitais próprios ao setor bancário, considerando as suas



responsabilidades expressas no balanço e fora dele. A desalavancagem deverá acomodar adequados níveis do indicador *Tier I*¹¹ (Eichengreen, 2009, p. 3).

Recuperar a confiança dos investidores é o grande desafio que esta crise continua a exigir, em especial à governação europeia face aos problemas de sustentabilidade das finanças públicas e de reforço da solidez do setor financeiro.

c. Crise da dívida soberana e governação europeia

A UEM, conforme analisado no capítulo anterior, consignou no Tratado da União um conjunto de regras de disciplina fiscal que visavam tornar impossível a insolvência de um EM. “ (...) *Outro argumento para a existência de regras orçamentais na UE prende-se com a necessidade de evitar crises orçamentais que envolveriam custos para todos os Estados-membros. De facto, embora a UEM elimine completamente o risco de taxa de câmbio (facilitando o financiamento dos défices orçamentais nacionais), exclui a possibilidade de financiamento monetário do défice (...). Assim, o risco de taxa de câmbio associado à dívida pública nacional é substituído por um risco de crédito. A ocorrência de uma crise orçamental num Estado-membro, conduzindo, no limite, a uma situação de incumprimento, colocaria um dilema à UE. Se o incumprimento se materializasse, teria provavelmente lugar uma crise no mercado financeiro comum, cujos custos seriam partilhados por todos os participantes na UEM. (...). Alternativamente, se as autoridades da UE decidissem assumir total ou parcialmente as responsabilidades do Estado-membro que defronta a crise orçamental, surgiriam custos em termos de credibilidade, promovendo comportamentos orçamentais menos responsáveis.*”(Amador and Cunha, 2004, p. 32).

Amador e Cunha descrevem, de forma notável, o edifício fiscal/orçamental da UEM e os dilemas que se colocariam caso um EM entrasse em insolvência ou tivesse problemas de liquidez - por um lado o perigo do contágio, risco sistémico, se nenhuma intervenção fosse efetuada, por outro lado o problema do *moral hazard*, caso a União interviesse para resgatar esse EM. Os decisores políticos colocados perante este dilema e face aos consensos possíveis, escolheram considerar a impossibilidade de resgate de qualquer EM, através de uma cláusula de *no bail-out*, artigo 125.º do Tratado Sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE), (UE, 2010b), fragilizando a capacidade da União em lidar com circunstâncias excecionais, como as que atualmente se vivem. Não

¹¹ *Tier I* – Ratio do Capital Próprio vs Valor dos Ativos ponderados pelo risco. A *TROIKA* exige aos bancos portugueses 9% em final de 2011 e 10 % em 2012.



existe, igualmente, qualquer previsão legal para a saída da ZE de qualquer dos seus membros, o que se justifica por razões de credibilidade e consistência da UEM constituída.

(1) Novos instrumentos de governação económica e financeira

A crise financeira evoluiu para uma crise de dívida soberana na ZE, no início de 2010. O esforço exigido, em termos de estímulos fiscais, na resposta à crise financeira, fizeram os EM incorrer em défices extremamente elevados, a que se associaram posições acumuladas de dívida soberana que colocaram em dúvida a sustentabilidade das finanças públicas, conforme se pode constatar nos quadros seguintes:

Tabela 4 - Défices (-), excedentes (+) orçamentais dos países da ZE

	BE 1	DE 2	EE 3	IE 4	GR 5	ES 6	FR 7	IT 8	CY 9	LU 10	MT 11	NL 12	AT 13	PT 14	SI 15	SK 16	FI 17
2007	-0.3	0.2	2.4	0.1	-6.5	1.9	-2.7	-1.6	3.5	3.7	-2.4	0.2	-0.9	-3.1	0.0	-1.8	5.3
2008	-1.3	-0.1	-2.9	-7.3	-9.8	-4.5	-3.3	-2.7	0.9	3.0	-4.6	0.5	-0.9	-3.6	-1.9	-2.1	4.3
2009	-5.8	-3.2	-2.0	-14.2	-15.8	-11.2	-7.5	-5.4	-6.1	-0.9	-3.7	-5.6	-4.1	-10.1	-6.1	-8.0	-2.5
2010	-4.1	-4.3	0.2	-31.3	-10.6	-9.3	-7.1	-4.6	-5.3	-1.1	-3.6	-5.1	-4.4	-9.8	-5.8	-7.7	-2.5

Fonte: (ECB, 2012)

Tabela 5 - Dívida Pública em % do PIB dos países da ZE

	BE 1	DE 2	EE 3	IE 4	GR 5	ES 6	FR 7	IT 8	CY 9	LU 10	MT 11	NL 12	AT 13	PT 14	SI 15	SK 16	FI 17
2007	84.1	65.2	3.7	24.8	107.4	36.2	64.2	103.1	58.8	6.7	62.1	45.3	60.2	68.3	23.1	29.6	35.2
2008	89.3	66.7	4.5	44.2	113.0	40.1	68.2	105.8	48.9	13.7	62.2	58.5	63.8	71.6	21.9	27.8	33.9
2009	95.9	74.4	7.2	65.2	129.3	53.8	79.0	115.5	58.5	14.8	67.8	60.8	69.5	83.0	35.3	35.5	43.3
2010	96.2	83.2	6.7	92.5	144.9	61.0	82.3	118.4	61.5	19.1	69.0	62.9	71.8	93.3	38.8	41.0	48.3

Fonte: (ECB, 2012)

A deterioração da capacidade de acesso aos mercados financeiros levaram a Grécia a procurar ajuda junto dos seus parceiros europeus e do FMI. Esta situação encontrou a UEM completamente desprevenida, sem instrumentos de governação que pudessem dar resposta satisfatória a um evento que as disposições do TFUE deveriam ter impedido – a insustentabilidade das finanças públicas associada à possibilidade de incumprimento soberano de um EM.

Após o anúncio de um primeiro pacote de resgate à Grécia, em maio de 2010, no valor de € 110 mil milhões, foi tomada a decisão de criar um fundo de resgate, o chamado Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF) (EU, 2010). Este fundo é uma instituição de direito Luxemburguês, de iniciativa intergovernamental, com uma capacidade financeira de € 440 mil milhões, tendo sido ativado em 4 de agosto de 2010. Foi ainda criado o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), através do Regulamento n.º 407/2010 (UE, 2010a) adotado pelo Conselho Ecofin, permitindo à



Comissão o levantamento de fundos até € 60 mil milhões em nome da UE. Adicionalmente, o BCE encetou um Programa de Compra de Títulos de Dívida Pública e Privada da ZE, *Securities Markets Programme* (SMP), através do qual pode adquirir dívida soberana, no mercado secundário, dos países em dificuldades. Subsequentemente a Europa, através dos “veículos” criados e conjuntamente com o FMI, aprovou pacotes de ajuda condicionada à Irlanda (nov. 2010 - € 85 mil milhões), Portugal (abr. 2011 – € 78 mil milhões). Em julho de 2011 foi decidido um novo pacote de ajuda à Grécia, prevendo o envolvimento do setor privado, *Private Setor Involvement* (PSI), ou seja reestruturação parcial da dívida grega, e a sujeição da Grécia a um conjunto adicional de medidas de austeridade. Este pacote só foi definitivamente aprovado em 20 de fevereiro de 2012, no montante de € 130 mil milhões, acalmando temporariamente os mercados quanto a uma eventual saída da Grécia da ZE e consequente risco de contágio.

A interdependência entre o setor bancário e os problemas de dívida soberana tem sido um assunto recorrente ao longo deste período, face à forte exposição da banca ao setor da dívida soberana. A sua capitalização continua a ser um assunto preocupante a nível europeu, especialmente face às pressões que países como a Itália e Espanha, no final de 2011, começaram a sentir em se financiarem nos mercados internacionais. O BCE mantém um conjunto de medidas não *standard* desde outubro de 2008, que fornecem liquidez extra ao sistema financeiro, o que é revelador da fragilidade em que a banca europeia se encontra (Véron, 2011, pp. 3 - 5).

Desde o início da crise financeira a ação da UE tem procurado colmatar as lacunas da regulamentação do setor financeiro e o reforço da sua supervisão, a fim de melhorar a estabilidade, a transparência e a confiança. Em janeiro de 2011, foi criada uma nova arquitetura para a supervisão financeira, que comporta um Comité Europeu do Risco Sistémico, *European Systemic Risk Board* (ESRB), para assegurar a deteção precoce dos riscos macroeconómicos. Este sistema comporta três autoridades sectoriais europeias de supervisão: a Autoridade Europeia para o Setor da Banca, *European Banking Authority* (EBA), a Autoridade Europeia para o Setor dos Seguros e Pensões Complementares, *European Insurance and Occupational Pension Authority* (EIOPA), e a Autoridade Europeia para o Setor dos Valores Mobiliários, *European Securities and Markets Authority* (ESMA), conforme figura seguinte (Salines et al., 2011, pp. 27-28):

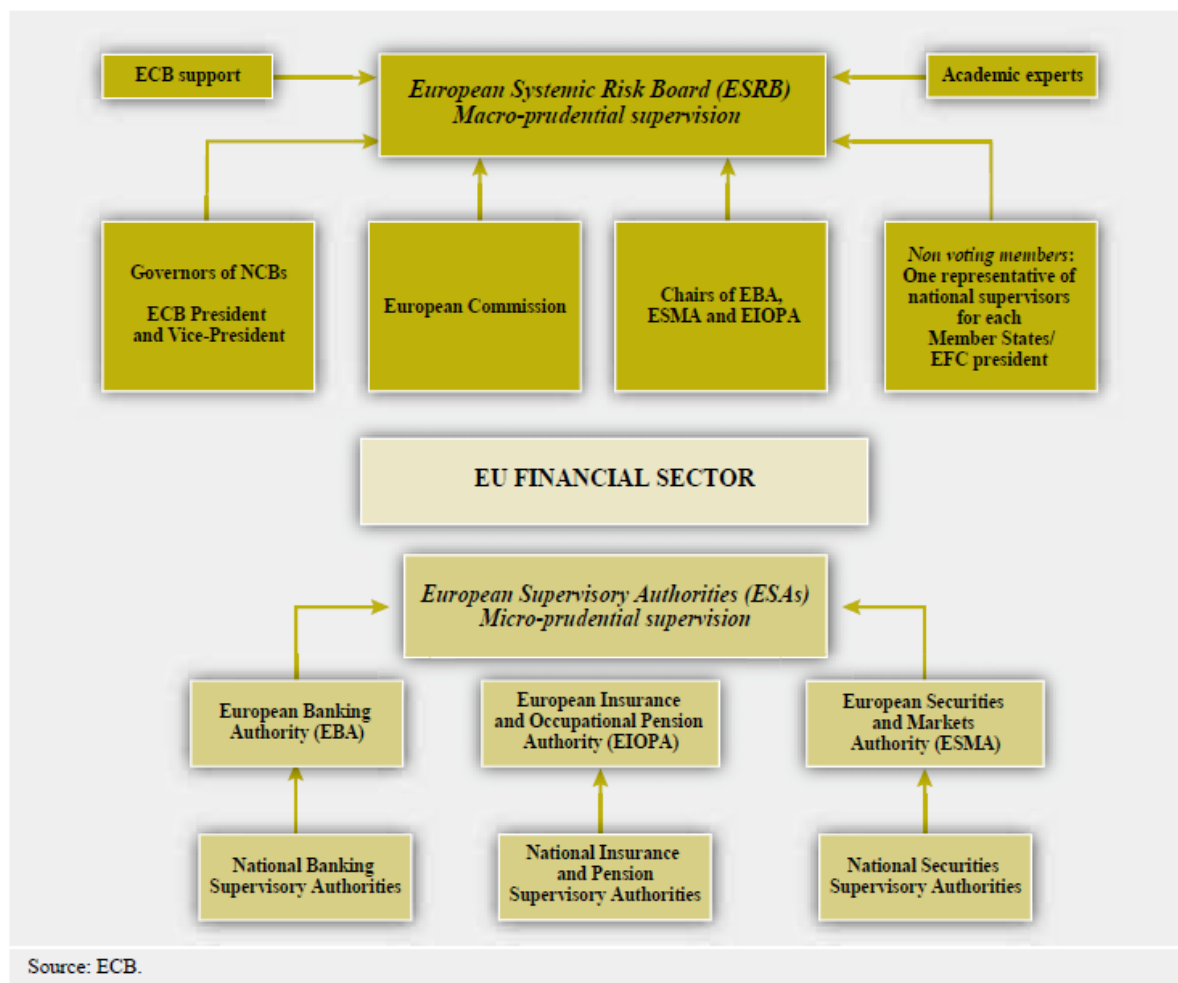


Figura 1 - Nova arquitetura da supervisão financeira

Fonte: (Salines et al., 2011, p. 28)

Paralelamente com iniciativas como a do Semestre Europeu (EC, 2011d), Euro Mais (EC, 2011e) (EC, 2011g) e o pacote legislativo *Six Pack* (EC, 2011b), define-se um conjunto de medidas visando o reforço do governo económico europeu e a supervisão multilateral, procurando colmatar as falhas de coordenação de políticas económicas que a presente crise tem exposto. Simultaneamente procura também, num quadro de medidas de austeridade aplicadas aos países da coesão intervencionados, e a previsões cada vez mais pessimistas para o crescimento europeu em 2012, apontar medidas reformadoras que possam estimular o crescimento sustentável.

Em 23 de novembro de 2011 a Comissão emitiu um *Green Paper* sobre a exequibilidade da introdução de *eurobonds*¹² (EC, 2011f). Dado este produto exigir

¹² Títulos de dívida pública garantidos por todos os EM da EZ.



alterações ao TFUE e ter uma natureza que exige forte integração fiscal, a sua análise caberá no próximo capítulo.

Apesar do conjunto alargado de instrumentos de governação, disponibilizados para lidar com a crise, a confiança dos mercados nas medidas tomadas continua limitada, ainda que se reconheçam passos na direção correta. A ênfase continua a ser posta na disciplina orçamental e mecanismos de punição para os países incumpridores, embora o BCE tenha vindo a intervir de forma resoluta no fornecimento de liquidez ao setor bancário e de forma limitada no mercado secundário da dívida pública. Esta atuação poderá ser incrementada caso a coesão política e económica da ZE seja reforçada de acordo com as conclusões da cimeira de 9 de dezembro de 2011, (EC, 2011h) cuja súmula se apresenta de seguida:

- Um novo “compacto fiscal” – Os orçamentos deverão ser equilibrados (máximo de 0,5% de défice estrutural) ou apresentar excedentes. Esta regra deverá ser plasmada na Lei Constitucional dos EM ou em Lei de valor reforçado;
- As regras sobre os “procedimentos de défices excessivos” serão reforçadas para os membros da ZE, prevendo-se sanções automáticas, a menos que uma maioria qualificada de EM se oponha;
- Os países com uma dívida pública superior a 60% do PIB, deverão corrigir o seu endividamento, ao ritmo de um vinte avos por ano, até atingir a meta de 60% do PIB;
- Serão examinadas as propostas efetuadas pela Comissão no *Green Paper* de 23 de novembro de 2011;
- Reforçar a coordenação das políticas e governação europeias;
- Fortalecer os mecanismos de estabilização – O Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), deverá entrar em vigor ainda durante o ano de 2012, logo que os EM responsáveis por 90% do capital do Fundo ratifiquem o Tratado;
- Será avaliada a adequabilidade do teto financeiro de € 500 mil milhões do FEEF/MEE;
- Os EM irão providenciar empréstimos ao FMI, para aumentar a sua capacidade de lidar com a crise, até ao montante de € 200 mil milhões;



- O Tratado do MEE conterá disposições, relativamente ao envolvimento do setor privado na reestruturação de dívidas, de acordo com as práticas e princípios estabelecidos pelo FMI;
- Visando assegurar que o MEE estará em condições de intervir tempestivamente numa situação de emergência, o mecanismo de votação incluirá uma cláusula permitindo a tomada de decisão por maioria qualificada de 85% dos votos, sempre que a Comissão e o BCE concluam que a sustentabilidade da ZE se encontra ameaçada.

São seguramente passos na direção de reforçar a união económica, sem que se altere em substância a forma de governação europeia, que cumulativamente com as iniciativas já descritas, configuram todo um edifício de novos instrumentos de governação destinados a permitir a resolução da atual crise e a tornar mais eficaz a governação da UEM. Algumas destas disposições exigiriam uma alteração simplificada ao Tratado da UE, nos termos das disposições do seu artigo 48.º (UE, 2010b). Tal foi inviabilizado pelo Reino – Unido, pelo que foi elaborado um tratado sobre a Estabilidade, a Coordenação e a Governação na UEM (EU, 2012), possivelmente com a adesão de 25 EM¹³, que enquadra legalmente as propostas apresentadas e cuja ratificação se espera concluída até ao início de 2013. Também o Tratado que cria o MEE foi assinado pelos EM da ZE em 2 de fevereiro de 2012 (AE, 2012), encontrando-se em processo de ratificação.

A gradualidade das medidas, que vêm sendo propostas, em vez de uma solução abrangente e decisiva, aumenta a possibilidade de incumprimentos na ZE, embora se considere baixo o nível de risco de desintegração, ainda que existente (Fitch, 2012a) (Fitch, 2012c). Espera-se um processo de estabilização, não linear, com grande volatilidade dos mercados e que deverá persistir ao longo de 2012 (Fitch, 2012a, p. 2).

Os inquéritos efetuados aos investidores, em aplicações europeias de rendimento fixo, confirmam o sentimento de incerteza sobre a crise da dívida soberana, conforme gráfico abaixo apresentado:

¹³ Reino – Unido e República Checa manifestaram a intenção de não aderir ao tratado.

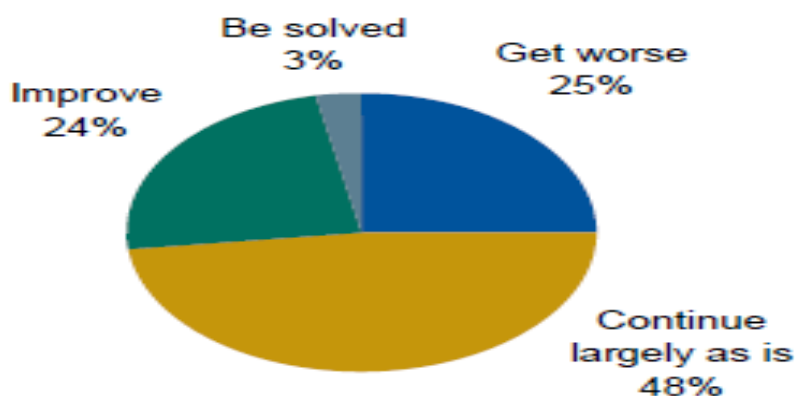


Gráfico 2 - Como irá evoluir, em 2012, a crise da dívida soberana europeia?

Fonte: (Fitch, 2012b, p. 3)

(2) O Banco Central Europeu como emprestador de último recurso

A pressão do escrutínio das agências de notação de risco de crédito, especialmente sobre a Itália, Espanha e Bélgica, para além dos países sob intervenção, continua a manter a tendência de baixar notações. Como se demonstrou, a resposta à crise tem vindo a ser dada por impulsos intergovernamentais, atuação de diretório, e por vezes sem a determinação e rapidez que os mercados esperariam.

O risco de contágio sistémico ameaça tornar problemas de liquidez das dívidas soberanas em problemas de solvência, que poderão ser potenciados pela ligeira recessão prevista para 2012, colocando em risco a integridade da UEM. Este risco poderia ser minimizado se o BCE se assumisse como “emprestador de último recurso”, intervindo de forma ilimitada no mercado primário da dívida pública, o que lhe é vedado pelas disposições do artigo 123.º do TFUE (UE, 2010b). Poderia no entanto produzir os mesmos efeitos emprestando a um “veículo”, que poderia ser o FEEF, transformado em banco, que por sua vez interviria no mercado.

Esta atuação coloca naturalmente problemas de *moral hazard*, que no curto – prazo poderiam ser mitigados por compromissos formais (escritos e sujeitos ao escrutínio do Tribunal de Justiça da UE e com sanções em caso de incumprimento) dos EM para adotarem sólidas políticas orçamentais. A monetarização da dívida poderia ainda despoletar algumas tensões inflacionistas, que na atual conjuntura de baixo crescimento económico seriam controláveis. Soluções deste tipo têm vindo a ser defendidas por vários autores, quer no atual quadro de integração, quer num futuro quadro de maior integração política, que reduziria o risco de *moral hazard* (Grauwe, 2011) (Gros, 2011) (Roubini, 2011a).



d. Síntese conclusiva

Da investigação conduzida com vista a identificar se a resolução tempestiva da crise da dívida soberana europeia, permitindo a sobrevivência da UEM, é possível mantendo os atuais instrumentos de governação financeira e económica da Europa, que materializa a nossa QD 2, entendemos que:

- A crise financeira global de 2007 – 2009 tornou-se possível por dois importantes fatores:
 - Insuficiente regulação para conter distorções verificadas no sistema de incentivos dos mercados financeiros;
 - Desequilíbrios globais, que permitiram a existência de enormes fluxos de capitais dirigidos às economias desenvolvidas, em especial aos EUA, de cuja aplicação resultou uma escalada especulativa nos preços dos ativos;
- A titularização dos créditos hipotecários, em produtos estruturados, permitiu a sua disseminação a nível global. Com o fim da bolha imobiliária assistiu-se a uma crise sistémica bancária a nível mundial com uma redução drástica do crédito disponível para o funcionamento da economia;
- A crise financeira evoluiu para uma crise de dívida soberana na ZE no início de 2010. Esta situação encontrou a Europa sem instrumentos de governação que pudessem dar uma resposta satisfatória à possibilidade de incumprimento soberano, dos países da UEM;
- Num contexto intergovernamental, foi tomada a decisão de criar um fundo europeu de resgate, o FEEF. Foi ainda criado outro mecanismo europeu de estabilização o MEEF. Adicionalmente o BCE encetou um Programa de Compra de Títulos de Dívida Pública e Privada da ZE, através do qual pode adquirir dívida soberana, no mercado secundário, dos países em dificuldades;
- Subsequentemente a Europa, através dos novos instrumentos de governação criados e conjuntamente com o FMI aprovou pacotes de ajuda condicionada à Irlanda, Portugal e um segundo pacote de ajuda à Grécia. As tensões no mercado da dívida soberana continuaram a escalada no 2.º semestre de 2011, prolongando-se para 2012;



- A UE tem procurado colmatar as lacunas da regulamentação do setor financeiro e o reforço da sua supervisão e simultaneamente as falhas de coordenação da política económica;
- A Cimeira de 9 de dezembro de 2011 veio prever uma cooperação económica e política reforçada (“compacto fiscal”), vertida no tratado sobre a Estabilidade, a Coordenação e a Governação na UEM;
- A falta de medidas decisivas aumenta a possibilidade de turbulência nos mercados, e a existência de risco de desintegração da ZE, ainda que baixo.

Pelas razões aduzidas concluímos que a UEM, reconhecendo a insuficiência dos instrumentos de governação de que dispunha, tem vindo a criar e propõe-se continuar a desenvolver e a assegurar o eficaz funcionamento de novos instrumentos de governação económica, a curto - prazo, no âmbito da gestão das crises de dívida soberana dos EM e dos problemas sistémicos da banca, o que responde à QD2 e confirma e valida a HIP 2.



3. Uma União Económica e Monetária reforçada

*“In the long run, the single currency has to become **the expression of a united political entity more complete than the present one**”* (Paddoa - Schiopa, 1999 cit por Alves, 2000, p. 4).

a. A União Europeia – Uma Federação “*Sui Generis*”

O progresso da Construção Europeia tem seguido os princípios defendidos por Jean Monnet e Robert Shuman, “pais fundadores da Europa”, desde o Tratado de Paris que em 1951 criou a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA) – desencadear um processo de integração irreversível a partir de realizações concretas criadoras de solidariedade de facto. As Comunidades foram adaptando-se de forma contínua a novas situações e desafios, alargando e aprofundando o processo de integração. Cada novo desenvolvimento aparece como consequência lógica de anterior realização (CE, 2007, p. 1) (Laursen, 2011, pp. 9-10):

- *“Uma zona de comércio preferencial (com redução das pautas aduaneiras entre determinados países);*
- *Uma zona de comércio livre (abolição de tarifas internas para algumas ou todas as mercadorias entre os países participantes);*
- *Uma união aduaneira (com as mesmas pautas aduaneiras externas para países terceiros e uma política comercial comum);*
- *Um mercado comum (com regulamentos comuns e livre circulação de mercadorias, capitais, mão de obra e serviços);*
- *Uma União económica e monetária (um mercado único com uma moeda única e uma política monetária única)”.*

Este tem sido um processo claramente marcado pelo primado do pilar económico sobre o político, e que tem permitido uma trajetória de indiscutível sucesso no aprofundamento da UE efetuado de forma pragmática.

A realização da UEM, marca de forma decisiva uma nova fase na vida da UE que fazia adivinhar, desde o seu início, a necessidade de uma maior integração política que deve passar pela criação de um governo económico europeu. A política monetária e cambial tornou-se responsabilidade do BCE, assumindo uma natureza claramente federal. Diversamente a política fiscal/orçamental continua na esfera das competências dos EM apesar da estrita regulamentação visando o equilíbrio e sustentabilidade da finanças públicas, cujo insucesso já referenciámos.

Num sistema federal de governo a soberania é partilhada e os poderes são divididos entre dois ou mais níveis de governo, que têm uma relação direta com os cidadãos



(Hueglin and Fenna, 2006 :32-33, cit. por Laursen, 2011, p. 43). A UEM satisfaz os dois últimos critérios, mas não satisfaz o primeiro, uma vez que a soberania não é formalmente partilhada, ela encontra-se primariamente nos EM. Se examinarmos os Estados Federados da atualidade encontramos os seguintes elementos básicos (Laursen, 2011, p.266) :

1. Um mercado único;
2. Uma política comercial comum;
3. Uma moeda única;
4. Um orçamento federal com uma dimensão razoável;
5. Uma política externa e de segurança comum;
6. Forças Armadas comuns.

À medida que descemos na lista a UEM parece cada vez menos federal. Encontramos elementos nitidamente federais, como as três primeiras dimensões, às quais podemos acrescentar o princípio da subsidiariedade, mas a UEM não tem, em geral, o poder de coação, de administração e de tributação. Podemos assim considerar estar perante uma Federação “ Sui Generis”, bastante descentralizada, onde os mais baixos níveis de governo, no caso os EM, retêm “in facto” a soberania. A UEM é uma construção híbrida de Estados Nações, que reflete na atualidade a disponibilidade de integração das “Nações Membro” e que pode constituir uma nova via de sucesso de organização política.

Uma outra realidade é o Federalismo Fiscal, que lida essencialmente com a estruturação da governação vertical e horizontal do setor público. Trata-se aqui de determinar o nível ótimo de partilha de responsabilidades e uso dos instrumentos fiscais nos diversos níveis de governo e entre governos do mesmo nível (Alves and Oscar, 2007, p. 5), será a partir desta plataforma conceptual, colocando ênfase nas dimensões utilitárias que pode assumir, que será apresentada uma proposta para reforço das políticas económicas europeias, visando eliminar as falhas de governação económica atualmente existentes na UEM.

b. Uma União Fiscal para a Europa

(1) Aspetos conceptuais do Federalismo Fiscal

O Federalismo Fiscal tem aplicação tanto a nível de Estados Federados, como a nível de Estados Unitários, ou estruturas híbridas como a UE, porque todos comportam diversos níveis de governo (Estados Membros da Federação, Regiões Autónomas, Municípios, EM da UE, para dar alguns exemplos). O cerne da análise encontra-se



claramente na determinação do nível ótimo de governo a que as funções económicas do Estado devem ser desenvolvidas (Musgrave and Musgrave, 1980, pp. 6-19) ,(Pereira et al., 2005, pp. 12 - 14), a saber:

- Função Afetação – Distribuição de recursos entre bens públicos e bens privados, incorporação de externalidades;
- Função Distribuição – Redistribuição de rendimento, fornecimento de bens de mérito;
- Função Estabilização – Crescimento económico sustentado, estabilidade de preços, equilíbrio orçamental, equilíbrio das contas externas;
- Coordenação de Funções.

Existe algum consenso, na literatura, sobre o nível de governo a que as funções acima referidas devem ser desempenhadas. A função Distribuição e Estabilização devem ser providas pelo mais alto nível de governo. A função Afetação deverá seguir o princípio da descentralização. Esta tipologia de distribuição de funções não é no entanto rígida, devendo ter-se em conta, na sua aplicação, aspetos culturais e institucionais dos Estados. Elementos pertencentes à mesma função poderão estar em níveis diferentes de governação. Esta é uma vertente de grande relevância, a considerar na aplicação prática desta teoria em especial na Europa (Vaneeclloo et al., 2006, p. 28).

A Europa pode, sem dúvida, ser vista como uma entidade política com múltiplos níveis de governo, onde o nível europeu pode ser considerado o nível central, e os níveis nacionais os sub – centrais, ajustando-se de forma clara à teoria do Federalismo Fiscal e aos aspetos práticos relativos a disposições fiscais. No entanto um facto a ter em conta é a diferente dinâmica política da UEM. Apesar do largo espectro da aplicabilidade das teorias do Federalismo Fiscal, uma boa parte dos estudos realizados fazem assunções políticas, nomeadamente estar-se na presença de um sistema político democrático, com um governo representativo e uma estrutura federal no sentido político do termo. Neste contexto a análise incide sobre a descentralização de poderes do governo central para os sub – centrais.

Na UE temos um enquadramento exatamente oposto e extremamente desafiador, trata-se da forma como os níveis sub – centrais de governo (i.e. os EM) supra centralizam competências no governo central. Assim a UEM, concretizou uma transferência da política monetária para o nível central. O PEC poderá assentar no que resultar da discussão sobre onde centralizar a política fiscal, seja na forma de um orçamento comunitário mais



generoso, seja na forma de uma maior coordenação das políticas fiscais dos EM. Esta dinâmica política da construção europeia obriga a que os aspetos teóricos, do Federalismo Fiscal, relativo à criação das disposições fiscais tenham que tomar em conta, de forma explícita e pragmática os fatores políticos de natureza singular da UE (Vaneecloo et al., 2006, pp. 31-40). Adicionalmente a atual crise das dívidas soberanas potencia séria reflexão sobre formas de se conseguir uma maior e eficiente coesão das políticas fiscais dos EM, tendentes a gerar fatores de competitividade e a evitar desequilíbrios macroeconómicos.

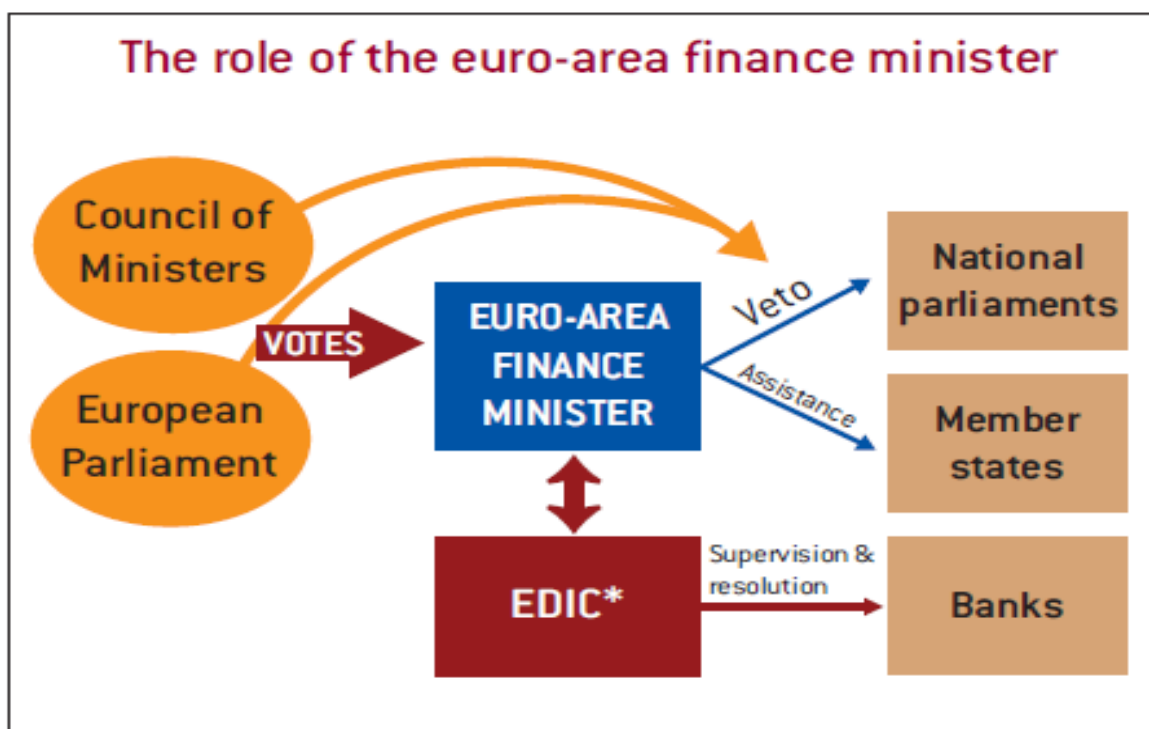
(2) Aspetos práticos para a construção de uma União Fiscal

A pouca eficácia dos instrumentos de coordenação de política económica, na ZE, foram expostos de forma iniludível na atual crise. A política de estabilização na UEM, tenta coordenar as medidas de política monetária e fiscal, tendo por objetivo controlar a inflação, reduzir o desemprego, evitar défices orçamentais e manter as economias numa trajetória de crescimento e reduzir desequilíbrios macroeconómicos. Estamos no entanto perante uma governação atípica com uma política monetária centralizada (em concordância com as Teorias do Federalismo Fiscal), mantendo as competências fiscais como prerrogativa dos EM (em oposição às Teorias do Federalismo Fiscal). A política monetária está focada na estabilização de preços e a fiscal no equilíbrio orçamental. Torna-se necessário um *mix* de políticas que permita atingir os dois objetivos em simultâneo. Para tal ao lado da política monetária terá que coexistir uma política fiscal de estabilização centralizada, com administração de um orçamento de dimensão bastante superior à atual (Vaneecloo et al., 2006, pp. 72 - 73).

O reforço de governação da UEM, como já antevisto, procurando solucionar e prevenir crises como a que atualmente se vive, exige o aprofundamento da integração europeia, com a revisão da atual Lei Fundamental, o tratado da UE (UE, 2010b), conciliando potenciais conflitos de interesse entre os EM da ZE e os EM da UE que a não integram. Uma das formas de atingir aquele objetivo, defendida por vários autores ainda que com geometrias conceptuais diferentes é a criação de uma estrutura equivalente a um Ministério das Finanças Europeu (MFE), (Vaneecloo et al., 2006, p. 85) (Marzinotto et al., 2011) (Trichet, 2011). Este é um caminho que não põe em causa o princípio do Estado Nação Membro da UEM, e acrescenta um pilar necessário ao edifício da construção europeia. As alterações em questão são de grande fôlego, exigindo um debate institucional e democrático e o aprimoramento das linhas de atuação que se seguem.



Segundo a proposta de Marzinotto (Marzinotto et al., 2011), o Ministro da Finanças (MF) seria sufragado pelo Parlamento Europeu e Conselho da UE e disporia de direito de veto sobre os orçamentos que ameaçassem a sustentabilidade da ZE. Adicionalmente o ministério reuniria competências para avaliar se as dificuldades de sustentabilidade da dívida soberana resultam de problemas de liquidez, provocadas por condições conjunturais e adversas no mercado, ou se pelo contrário estamos perante um problema de insolvência. Seria a entidade responsável por coordenar os apoios aos EM com problemas de liquidez e poderia iniciar processos de intervenção nos países cuja dívida deixou de ser sustentável. Deveria constituir uma instituição de seguro de depósitos bancários a nível europeu, com poderes de supervisão e decisão sobre o sistema bancário, configurando uma verdadeira união bancária (Trichet, 2011). Poderá ter acesso a recursos fiscais, i.e. um orçamento de natureza federal. Este complexo de funções pode ser representado no esquema seguinte (Marzinotto et al., 2011, p. 1):



Source: Bruegel. * Euro-area deposit insurance corporation.

Figura 2 - O papel do ministro das finanças da área euro

Fonte: (Marzinotto et al., 2011)

O MFE, como o entendemos, seria composto por uma comissão executiva de amplos poderes. Disporia de um Conselho, onde teriam assento os Ministros das Finanças da ZE, que definiria, por maioria qualificada, os grandes objetivos estruturais da política



fiscal europeia – harmonização fiscal, limites de dívida pública a atingir, défices, convergência anual dos EM e metas para os níveis de crescimento económico. Teríamos assim a função estabilização a ser executada no nível de governo central, de acordo com as disposições do Federalismo Fiscal. Esta comissão poderia, de acordo com a situação económica de cada EM, propor alterações nas transferências orçamentais, criando assim mecanismos de solidariedade, que poderiam estar definidos de forma automática (Lopes, 2007, p. 273) .

O nível de orçamento federal proposto não excede os 2% ¹⁴ do PIB da ZE, o que implicaria um orçamento anual de aproximadamente € 180 biliões. Com este nível de orçamento o MFE estaria em condições de ajudar países com problemas de liquidez, tomando emprestado no mercado a taxas inferiores e disponibilizando esses recursos aos países em dificuldades, ou efetuando transferências que reduzissem os juros suportados. Naturalmente que esta capacidade fiscal só seria utilizada em caso de necessidade. O MFE, assim definido, permitiria que o BCE pudesse atuar como prestador de último recurso, no caso dos países com problemas de liquidez provocados por condições excecionalmente adversas do mercado (Marzinotto et al., 2011, pp. 5-7).

A existência deste órgão fiscal supranacional, com extensivos poderes sobre a política orçamental dos EM reduziria de forma apreciável os problemas de “*moral hazard*”, considerados pela Comissão no seu *Green Paper*, sobre a introdução de *eurobonds*¹⁵ ou *stability bonds*, como foram designados. A emissão dos *stability bonds* seria efetuada de forma centralizada pelo MFE, gozando de garantia conjunta e solidária por parte de todos os EM. Uma das propostas da Comissão estipula que a emissão destes títulos seria efetuada até determinada percentagem do PIB, sendo a restante dívida emitida e garantida por cada Estado individualmente (EC, 2011f, pp. 14-17). Consideramos esta proposta como a mais prudente, no sentido de manter notação máxima da qualidade de crédito para os títulos emitidos conjuntamente.

Na tabela abaixo é possível verificar o endividamento dos EM, no final de 2010 e os *yields*¹⁶ da dívida pública a 10 anos. O MFE, conjuntamente com o Parlamento Europeu e o Conselho da UE definiriam os limites máximos para a emissão dos títulos conjuntos. Uma possibilidade seria os 60% do PIB.

¹⁴ Este valor é em suplemento ao atual orçamento da UE e considera-se a existência, simultânea, do MEE.

¹⁵ Títulos de dívida pública emitidos e garantidos conjuntamente por todos os Estados da ZE.

¹⁶ Taxas de rendibilidade



Tabela 6 - Principais aspetos relativos à dívida soberana da ZE

Member State	General government debt			Central government debt	Government bond yields	CDS spreads	Credit rating
	EUR billion, end 2010	% of GDP, end 2010	% of euro area, end 2010	% of GDP, end 2010	% p.a., 10 years, 8/11/2011	Basis points p.a.; 5-year contracts, 8/11/2011	Standard & Poor's, 8/11/2011
Belgium	340.7	96.2	4.4	87.7	4.3	292.9	AA+
Germany	2061.8	83.2	26.4	53.2	1.8	89.3	AAA
Estonia	1.0	6.7	0.0	3.3	n.a.	n.a.	AA-
Greece	329.4	144.9	4.2	155.6	27.8	n.a.	CC
Spain	641.8	61	8.2	52.3	5.6	400.1	AA-
France	1591.2	82.3	20.3	67.8	3.1	183.8	AAA
Ireland	148.0	94.9	1.9	94.3	8.0	729.7	BBB+
Italy	1842.8	118.4	23.6	111.7	6.8	520.7	A
Cyprus	10.7	61.5	0.1	102.6	10.1	n.a.	BBB-
Luxembourg	7.7	19.1	0.1	17.4	n.a.	n.a.	AAA
Malta	4.3	69	0.1	68.9	n.a.	n.a.	A
Netherlands	369.9	62.9	4.7	57.3	2.2	99.6	AAA
Austria	205.6	71.8	2.6	66.2	3.0	159.9	AAA
Portugal	161.3	93.3	2.1	91.2	11.6	1050.9	BBB-
Slovenia	13.7	38.8	0.2	37.3	6.0	304.25	AA-
Slovakia	27.0	41	0.3	40.1	4.0	221.2	A+
Finland	87.0	48.3	1.1	43.9	2.3	60.63	AAA
Euro area	7822.4	85.4	100	71.6	n.a.	n.a.	n.a.
<i>p.i.: USA</i>	<i>10258</i>	<i>94.4</i>			<i>2.08</i>	<i>47.5</i>	<i>AA+</i>

Source: Eurostat, IMF, S&P, Bloomberg

Fonte: (EC, 2011f, p. 28)



A restante dívida continuaria a ser garantida individualmente. Os EM deverão, de acordo com as regras já definidas e que o MFE ajudaria a assegurar, tomar as medidas necessárias para reduzir os seus défices para 60% do PIB, num período de 20 anos. Caso um EM não tomasse as adequadas medidas de consolidação orçamental, o nível de emissão conjunta poderia ser reduzido de forma automática, reforçando assim a disciplina orçamental e a qualidade do crédito conjunto. Um dos problemas considerados pela Comissão, nesta modalidade, seria a anormal subida dos *yields* da dívida individual. Também, aqui, como já vimos, o MFE poderia ter um papel importante, através de uma intervenção no mercado que trouxesse os juros da dívida individual para valores adequados à sua situação orçamental.

Mais uma vez haverá que distinguir países com problemas de liquidez, de países insolventes. Será importante para os mercados e para a estabilidade da ZE, que estejam estabelecidos mecanismos de atuação, em caso de insustentabilidade da dívida soberana de um EM, que poderão ser supervisionados pelo MFE.

Este reforço da UEM, assentando em princípios do Federalismo Fiscal, ainda que de forma limitada, tem todos os elementos, desde que politicamente viabilizado, para colmatar de forma duradoura os problemas financeiros e de desequilíbrios macroeconómicos com que a Europa atualmente de debate.

“Como europeus, identificamo-nos profundamente com as nossas nações, tradições e história. Estas são as raízes europeias. Mas também necessitamos de alongar os nossos ramos. Assim sendo, hoje não deveremos olhar para trás. Devemos olhar em frente - para as oportunidades de melhoria coletiva e para o potencial que todos os países têm para serem mais fortes e mais prósperos numa união funcional.”(Trichet, 2011).

c. Proposta de mecanismos para a resolução de crises de sustentabilidade das dívidas soberanas da Zona Euro

(1) Mecanismos “ex – post”

Sempre que a posição da dívida soberana de um EM seja tida como insustentável pelo MFE, considerando os níveis de endividamento, a dificuldade de acesso aos mercados, os *yields* da dívida e por reconhecimento do próprio EM, seria iniciado um procedimento, que teria por base dois pilares (Gianviti et al., 2010, pp. 1-2):

- Processo de negociação, liderado pelo MFE, com o país devedor e os seus credores, no sentido de se alcançar um acordo tendente a reduzir o valor



presente das obrigações futuras da dívida soberana para valores sustentáveis. O Tribunal de Justiça da União Europeia seria o fórum judicial competente para dirimir este acordo.

- O EM ficaria fora do mercado e negociaria um pacote de ajuda e medidas tendentes a restabelecer, de forma estrutural, os seus equilíbrios fiscais com o MFE, tendo o apoio do MEE e FMI.

(2) Mecanismos “ex – ante”

Introdução de Títulos de Dívida Pública com um arranjo contratual, prevendo a redução do valor do capital e juros se o EM atingir determinados valores de *stock* de dívida pública em percentagem do PIB (Eichengreen, 2011). Estes títulos só deveriam ser introduzidos após os processos de ajustamento e redução de dívida pública com que os EM estão comprometidos. Tendencialmente os credores exigirão uma maior remuneração para emprestar nestas condições, o que também estará relacionado com a proximidade do limite de endividamento que acionará a cláusula de reestruturação. Este tipo de instrumentos seriam mais um incentivo à disciplina fiscal por parte dos EM, dado que se estiverem com níveis de endividamento elevados, os custos de tomar emprestado serão muito altos.

d. Síntese conclusiva

Da investigação conduzida com vista a identificar se a estabilização da UEM poderá ser conseguida, de forma duradoura, com uma governação económica apoiada nas teses do Federalismo Fiscal, que materializa a nossa QD 3, entendemos que:

- A atual UEM pode ser considerada uma Federação singular, bastante descentralizada, onde os mais baixos níveis de governo detêm, efetivamente, a soberania;
- O Federalismo Fiscal procura determinar o nível ótimo de partilha de responsabilidades e uso dos instrumentos fiscais nos diversos níveis de governo e entre governos do mesmo nível;
- A UEM mantém uma política monetária centralizada, enquanto as competências fiscais estão descentralizadas nos EM, gerando instabilidade na governação económica;



- A política monetária deverá ser acompanhada por uma política fiscal de estabilização centralizada, que deverá ser concretizada com a criação de uma estrutura equivalente a um MFE;
- A existência do MFE, com poderes sobre a política orçamental dos EM, reduziria os problemas de “*moral hazard*”, relativos à introdução dos *stability bonds*, contribuindo para a prevenção de crises e fomentando de forma duradoura a estabilidade, através da corresponsabilização, no mercado da dívida soberana da UEM;
- É importante para os mercados e para a estabilidade da ZE, que estejam definidos mecanismos de atuação institucional, quer “ex-post”, quer “ex-ante”, em caso de insustentabilidade da dívida soberana de um EM.

Pelas razões aduzidas concluímos que a estabilidade da UEM seria fortemente reforçada com uma governação económica assente num sistema derivado das teses do Federalismo Fiscal, o que responde à QD 3 e confirma e valida a HIP 3.



4. Governação económica – o caso de Portugal

a. Enquadramento Internacional

O crescimento económico mundial, ao longo de 2011, perdeu impulso. As previsões para 2012 revelam um pessimismo crescente, conforme se pode constatar pela tabela abaixo apresentada (EC, 2011c, p. 18):

Tabela 7 - Crescimento económico europeu e mundial

Real GDP

		Autumn 2011 forecast			Spring 2011 forecast	
	2010	2011	2012	2013	2011	2012
Euro area	1.9	1.5	0.5	1.3	1.6	1.8
EU	2.0	1.6	0.6	1.5	1.8	1.9

International environment

(Annual percentage change)

	(a)	2008	2009	2010	Autumn 2011 forecast			Spring 2011 forecast	
					2011	2012	2013	2011	2012
Real GDP growth									
USA	19.9	-0.4	-3.5	3.0	1.6	1.5	1.3	2.6	2.7
Japan	5.9	-1.2	-6.3	4.0	-0.4	1.8	1.0	0.5	1.6
Asia (excl. Japan)	27.6	6.9	6.4	9.1	7.2	7.2	7.2	7.7	7.7
- China	13.7	9.6	9.1	10.3	9.2	8.6	8.2	9.3	9.0
- India	5.5	6.7	8.0	8.5	7.5	7.5	8.1	8.0	8.2
Latin America	8.6	4.3	-1.9	6.0	4.6	4.1	4.2	4.2	3.9
- Brazil	3.0	5.1	-0.6	7.5	3.6	4.0	4.5	4.4	4.3
MENA	5.1	4.4	1.2	3.3	3.6	3.6	3.7	3.1	3.7
CIS	4.3	5.3	-6.7	4.6	4.1	4.0	4.2	4.7	4.5
- Russia	3.0	5.2	-7.8	4.0	3.9	3.8	4.0	4.5	4.2
Sub-Saharan Africa	2.5	5.6	2.9	5.1	5.0	5.5	6.0	5.5	6.0
Candidate Countries	1.5	0.9	-4.9	7.7	6.8	2.8	3.9	5.6	5.1
World (incl. EU)	100.0	2.8	-0.6	5.0	3.7	3.5	3.6	4.0	4.1
World merchandise trade volumes									
World import growth		3.2	-12.6	15.8	7.2	5.3	6.4	7.8	7.9
Extra EU export market growth		3.6	-11.0	13.7	8.4	6.2	6.7	8.2	8.2

(a) Relative weights in %, based on GDP (at constant prices and PPS) in 2010.

Fonte: Adaptado de EC 2011. *European Economic Forecast - Autumn 2011*

Este facto deve-se essencialmente ao fraco desempenho da economia europeia¹⁷ (EC, 2012, p. 2) e americana, com os consequentes impactos negativos no crescimento de outras economias desenvolvidas e em especial nas economias emergentes, nomeadamente China e Índia.

O crescimento das economias desenvolvidas está a ser condicionado por dois fatores principais, um que se prende com a necessidade de corrigir desequilíbrios

¹⁷ A incerteza aconselha grande cautela na análise das previsões. A Comissão realizou previsões interinas em fevereiro de 2012, reduzindo as previsões de crescimento da UE e EA, em 2012, para, respetivamente, 0,0% e (-0,3%).



macroeconómicos internos e externos, e o segundo que resulta de renovada incerteza sobre a situação orçamental e financeira.

Ao nível dos desequilíbrios internos (necessidade de repor sustentabilidade nas contas públicas) têm vindo a ser tomadas medidas de contenção dos estímulos fiscais à economia, que se fortes demais têm efeitos extremamente adversos no crescimento económico e se pouco eficazes têm efeitos negativos na credibilidade dos países. Os efeitos recessivos destas medidas não foram compensados por um aumento do consumo, face a expectativas negativas por parte das famílias, ainda extremamente endividadas, um setor bancário a funcionar longe da normalidade e a crise do mercado imobiliário ainda não totalmente resolvida. Quanto aos desequilíbrios externos (necessidade de reduzir défices crónicos nas balanças de pagamentos), em especial nos EUA e países periféricos da UEM (A UEM, como um todo não apresenta problemas a este nível), a sua resolução passa pelo aumento da procura externa, o que exigiria um movimento simétrico por parte das economias emergentes, em especial a China, com largos excedentes externos, cuja procura doméstica deveria aumentar, substituindo procura externa, o que não se está a verificar (IMF, 2011, p. xiii) (Roubini, 2011b).

A incerteza sobre os défices orçamentais, sustentabilidade da dívida soberana, em especial na ZE, com alguns países sujeitos a programas de estabilização,¹⁸ outros a encetarem exigentes programas de austeridade (e.g. Espanha e Itália), e os sucessivos *downgrades*, por parte das companhias de *rating*, têm vindo a alimentar e a recrudescer os receios de uma crise económica e financeira renovada, face às fortes ligações entre a banca e o financiamento da dívida soberana. Simultaneamente tem-se assistido a fortes quebras no mercado de valores mobiliários, como se ilustra no gráfico seguinte (EC, 2011c, pp. 11-12) :

¹⁸ Grécia, Portugal e Irlanda, como tem vindo a ser referido ao longo do trabalho

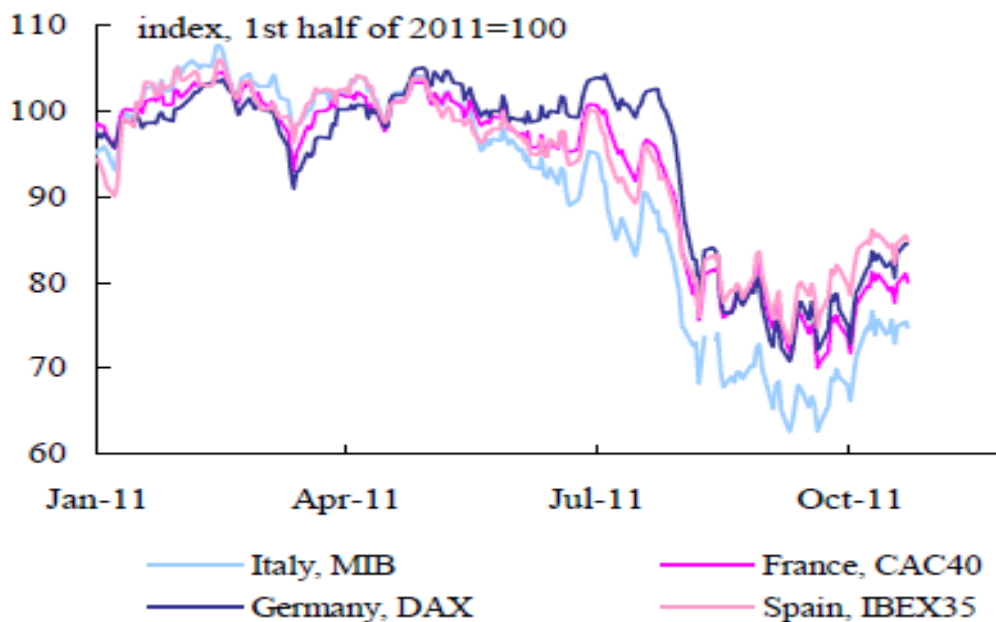


Gráfico 3 - Evolução de alguns índices europeus do mercado de valores mobiliários

Fonte: (EC, 2011c, p. 12)- European Economic Forecast - Autumn 2011

Este é mais um fator de degradação da confiança e capacidade financeira dos consumidores e empresas, que se associa a níveis de desemprego historicamente elevados:

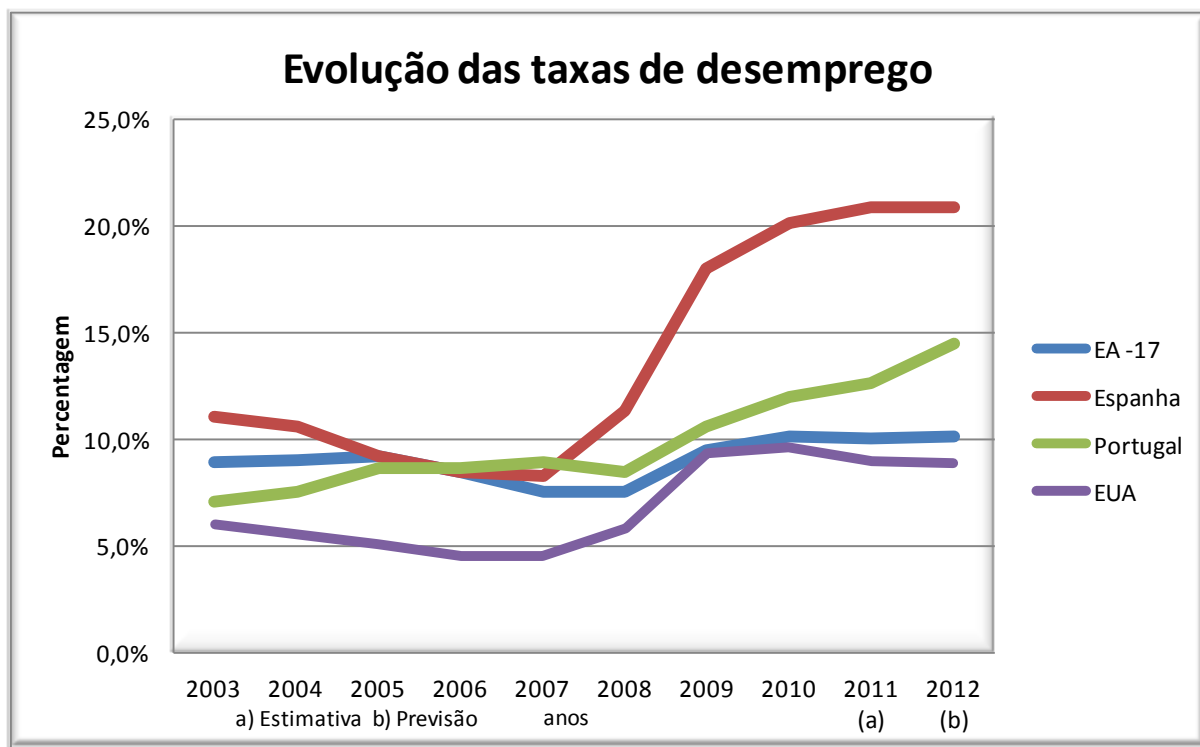


Gráfico 4 - Evolução das taxas de desemprego

Fonte: adaptado de (EC, 2011i) - Statistical Annex of European Economy e de (MF, 2012) – Alteração ao Orçamento de Estado para 2012



Estamos perante um quadro de mudança estrutural com o aumento do ritmo da globalização, níveis de crescimento dos países emergentes que contrastam com os crescimentos anémicos do mundo desenvolvido e deslocamento da importância do eixo do Atlântico para o eixo do Pacífico, conforme podemos facilmente deduzir dos quadros que apresentamos em seguida (Mateus, 2011):

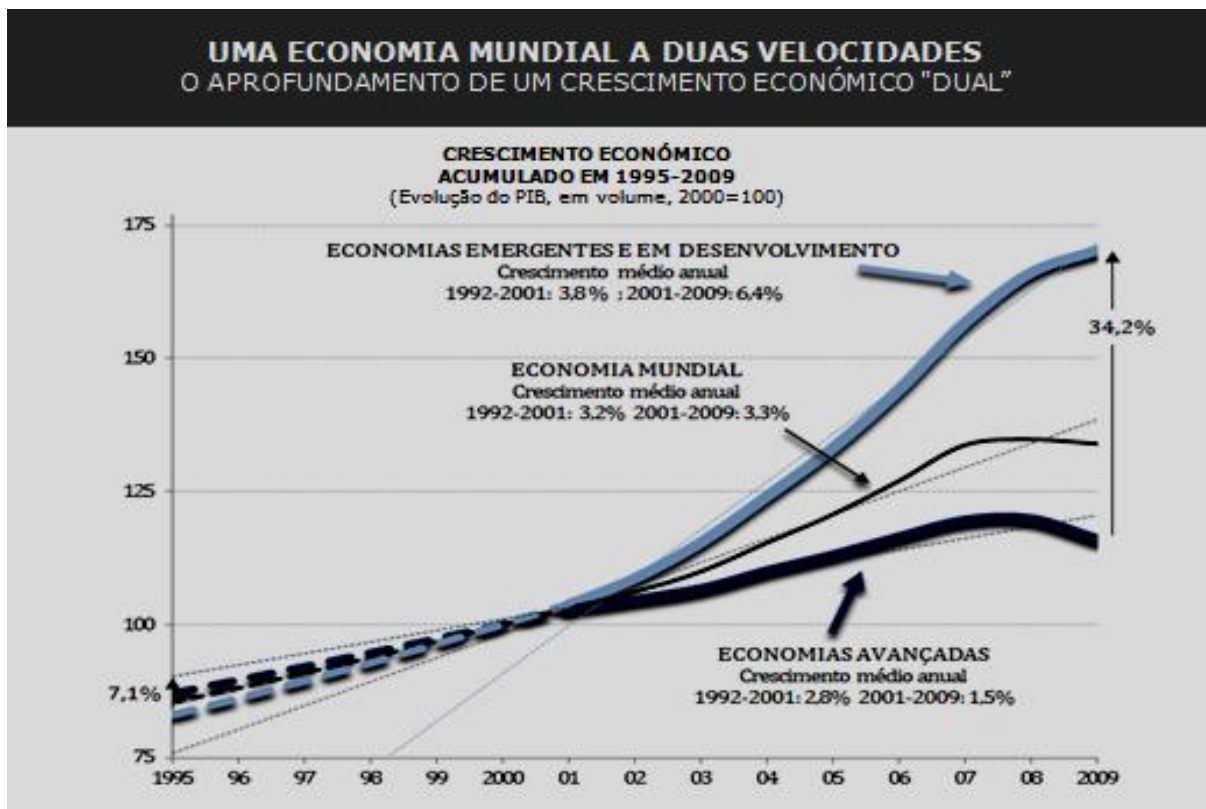
Tabela 8 - Aceleração da globalização

A ACELERAÇÃO DA GLOBALIZAÇÃO			
NOVAS REALIDADES E DESAFIOS			
COMÉRCIO, INVESTIMENTO E PRODUÇÃO INTERNACIONAL			
(Mil milhões de dólares)			
	1990	2001	2009(*)
COMÉRCIO INTERNACIONAL			
PIB mundial	22.121	32.400	60.766
Exportações bens e serviços	4.414	7.458	19.866
(em % do PIB mundial)	20,3	23,0	32,7
INVESTIMENTO INTERNACIONAL			
Stock Investimento Directo Estrangeiro	2.082	6.944	17.743
(em % do PIB mundial)	9,4	21,6	32,2
Investimento (FBCF) mundial	5.099	6.477	13.822
Fluxo Investimento Directo Estrangeiro	208	805	1.171
(em % da FBCF mundial)	4,7	9,7	14,0
PRODUÇÃO INTERNACIONALIZADA			
(filiais externas das empresas internacionais)			
PIB	1.477	2.571	5.812
(em % do PIB mundial)	6,7	7,9	10,6
Exportações	1.498	2.487	5.186
(em % das Exportações mundiais)	33,9	33,3	33,0
Vendas (**)	6.026	11.166	29.298
(em % das Exportações mundiais)	136,5	149,7	186,4
Emprego (milhões)	24,5	44,6	79,8

Fonte: adaptado de MATEUS, A. 2011. *Evolução da Economia Portuguesa Realidades, Desequilíbrios e Crise*



Tabela 9 - Crescimento económico dual



Fonte: adaptado de MATEUS, A. 2011. *Evolução da Economia Portuguesa Realidades, Desequilíbrios e Crise*

O mundo desenvolvido tem que obter crescimento económico sustentado, o que implica Estados reformados e realistas no desempenho das suas funções sociais, sustentabilidade das finanças públicas e controlo do nível de endividamento privado.

“Ao mesmo tempo, os principais desequilíbrios das contas correntes – entre os EUA e a China (e outras economias de mercados emergentes) e entre o núcleo e a periferia da Zona Euro – continuam a ser grandes. (...). Para se manter o crescimento, os países que gastam em demasia precisam de uma depreciação nominal e real para melhorarem as suas balanças comerciais, ao passo que os países com superavit precisam de impulsionar a procura interna, especialmente o consumo. No entanto, este ajustamento de preços relativos através de movimentos cambiais está estagnado, pois os países excedentários estão a resistir a uma apreciação da taxa de câmbio, (...) As resultantes batalhas cambiais estão a ser travadas em várias frentes: intervenção no mercado de divisas, flexibilização quantitativa e controlo das entradas de capital. E com o crescimento mundial a enfraquecer ainda mais em 2012, essas batalhas poderão escalar e transformar-se em guerras comerciais.”(Roubini, 2011b).



b. O período de adesão ao Euro – uma década de trajetória insustentável da economia portuguesa

(1) Crescimento, competitividade e desemprego

Como analisado na secção anterior, com o intensificar da globalização os países desenvolvidos têm vindo a apresentar fracos crescimentos económicos na última década. Portugal, em especial, revelou grandes dificuldades em passar de um quadro de país da “coesão” europeia, para um país da moeda única, da competitividade face aos desafios da globalização e da concorrência acrescida dos novos membros da UE, do Leste Europeu. De um processo de convergência real com a média de rendimento europeu, passámos a um período de divergência, com perda de competitividade perante os nossos principais parceiros da ZE (Neves, 2011, p. 184) (Mateus, 2011):

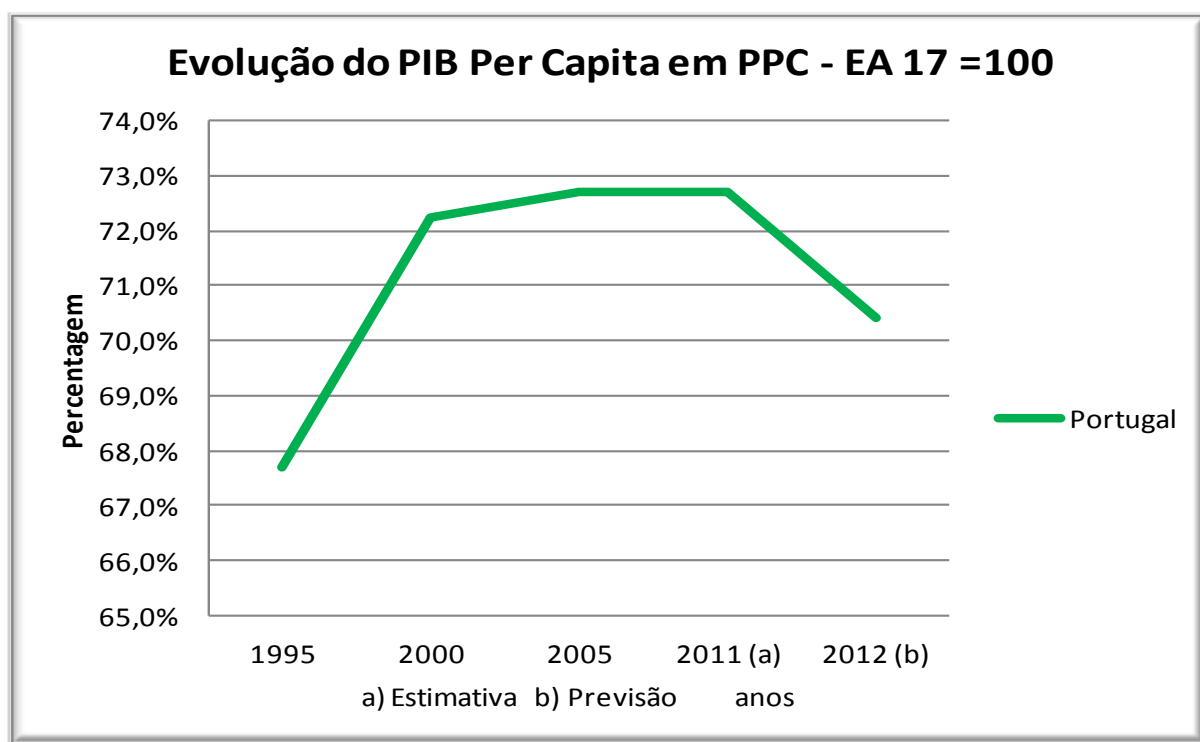


Gráfico 5 - Evolução do PIB Per Capita em PPC - EA 17 = 100

Fonte: adaptado de (EC, 2011i) - Statistical Annex of European Economy

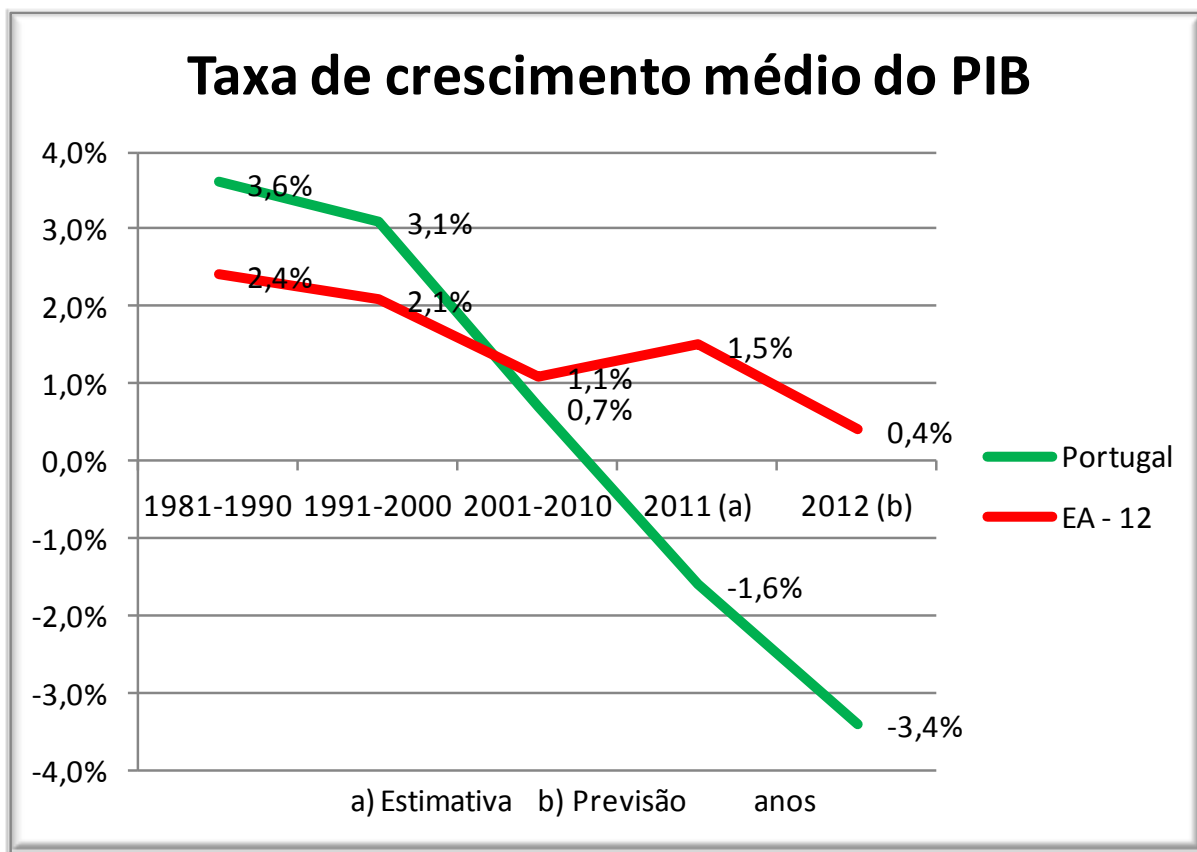


Gráfico 6 - Crescimento médio do PIB, 1981-2012

Fonte: adaptado de (EC, 2011i) - *Statistical Annex of European Economy* e (BP, 2012)- *Boletim Económico* – primavera 2012

As medidas de austeridade contidas no Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) assinado com a *TROIKA* (EC, 2011a), fazem prever uma recessão acentuada em 2012, agravando o cenário recessivo de 2011, que só deverá ser revertido em 2013 ou 2014, dependendo da evolução da situação internacional, o que atendendo ao atual contexto de incerteza e riscos, aconselham precaução na projeção da evolução futura da economia portuguesa (MF, 2011, pp. 24-25) (MF, 2012, p. 1).

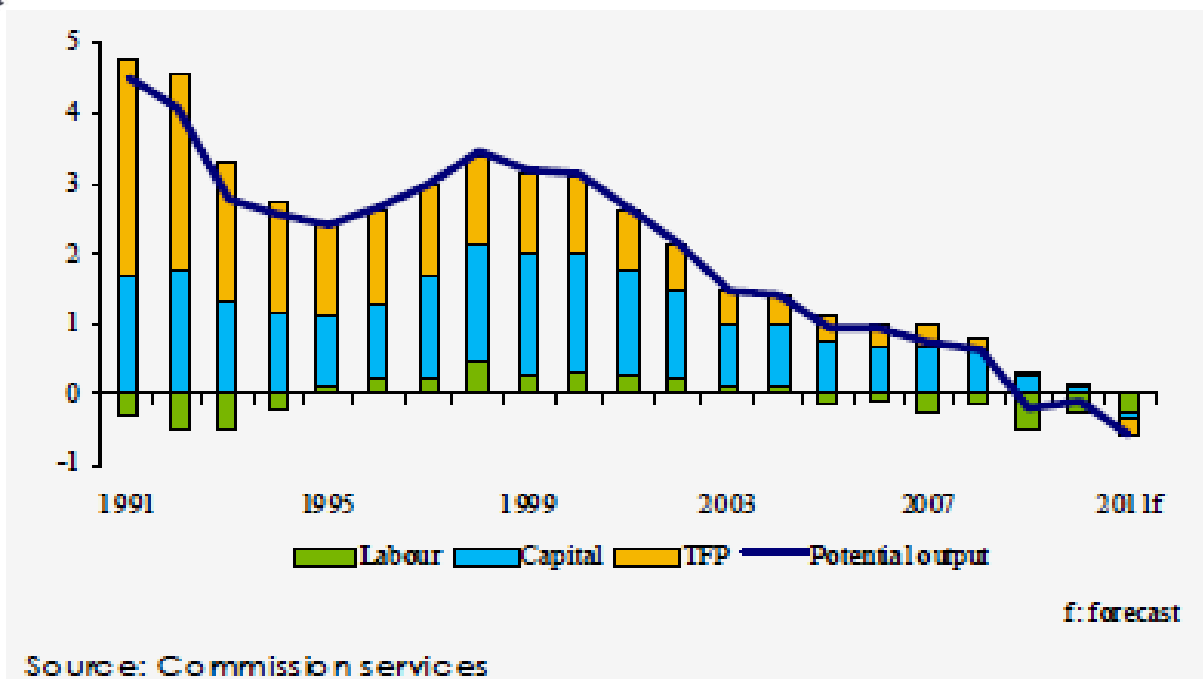


Gráfico 7 - Taxa de crescimento do PIB Potencial

Fonte: (EC, 2011a, p. 5) - The Economic Adjustment Programme for Portugal

O crescimento do Produto Potencial tem vindo a diminuir, consequência da diminuição das contribuições do capital, trabalho e produtividade total de fatores (TFP), sendo negativo em 2011.

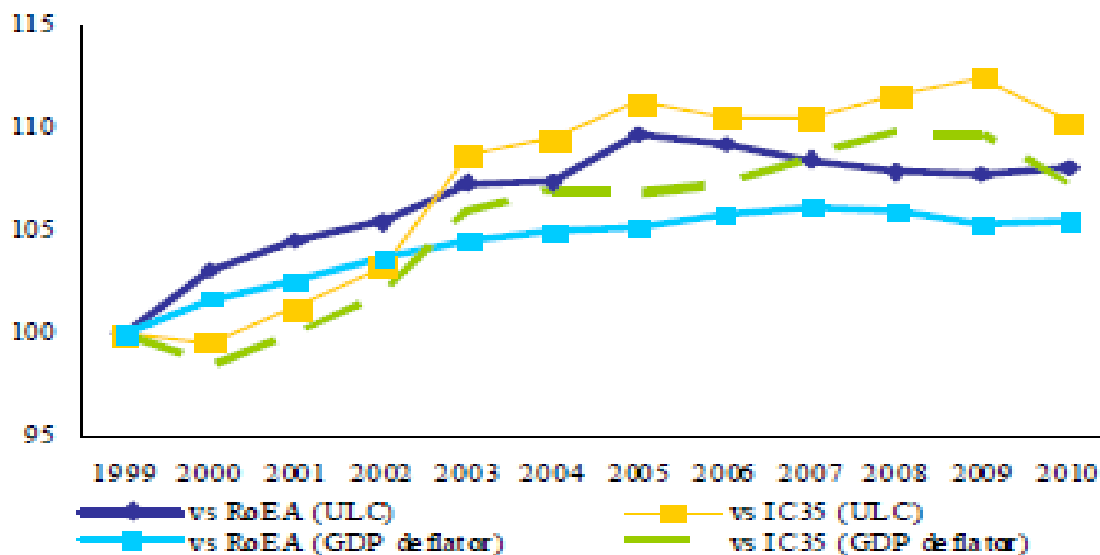


Gráfico 8 - Taxa de câmbio real vs Euro Área e 35 países industrializados; 1999=100

Fonte: (EC, 2011a, p. 7) - Economic Adjustment Programme for Portugal



Desde 1999 Portugal tem vindo a perder competitividade consequência, essencialmente, de um crescimento relativo dos custos unitários do trabalho face aos seus principais parceiros comerciais, o que determinou uma apreciação da taxa real de câmbio entre 5% e 10%, associado à rigidez das leis laborais, enviesamento de incentivos dirigidos ao setor dos bens não transacionáveis, agravados pela intervenção discricionária do Estado. A expansão das exportações tornou-se mais difícil e as importações mais atrativas (Bento, 2011, p. 67) (Pereira, 2011, pp. 50 - 53):

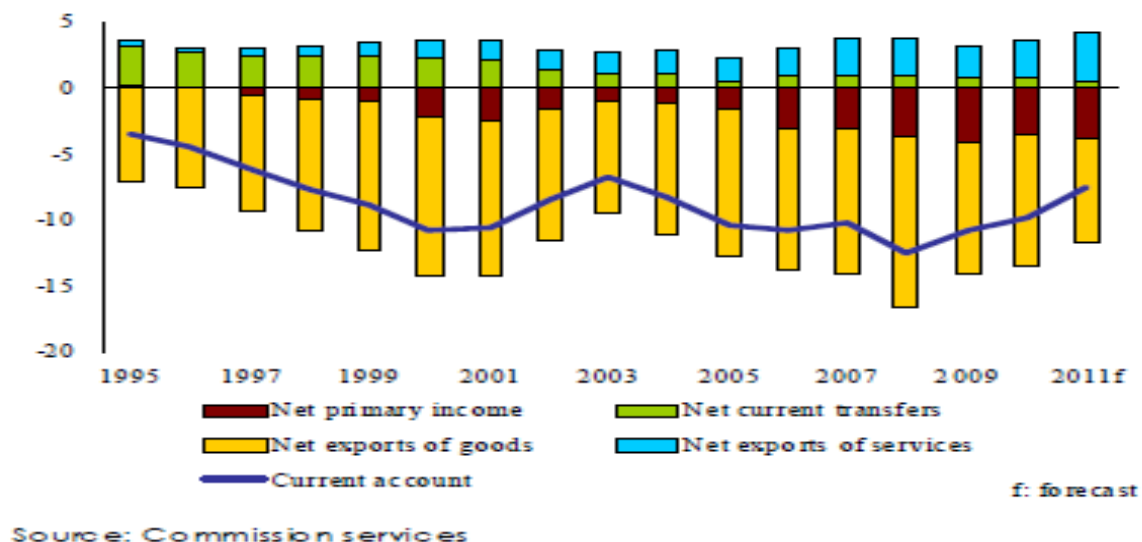


Gráfico 9 - Composição da Balança de Transações Correntes em % do PIB

Fonte: (EC, 2011a, p. 7)- Economic Adjustment Programme for Portugal

Ao longo da última década Portugal endividou-se a uma média de aproximadamente 8% do PIB ao ano, atingindo valores de dívida externa insustentáveis.

Estamos perante problemas estruturais da economia portuguesa, que se vêm refletindo num aumento da taxa de desemprego, com todas implicações negativas que esta situação acarreta em termos sociais e sobre o eficiente uso dos recursos disponíveis.

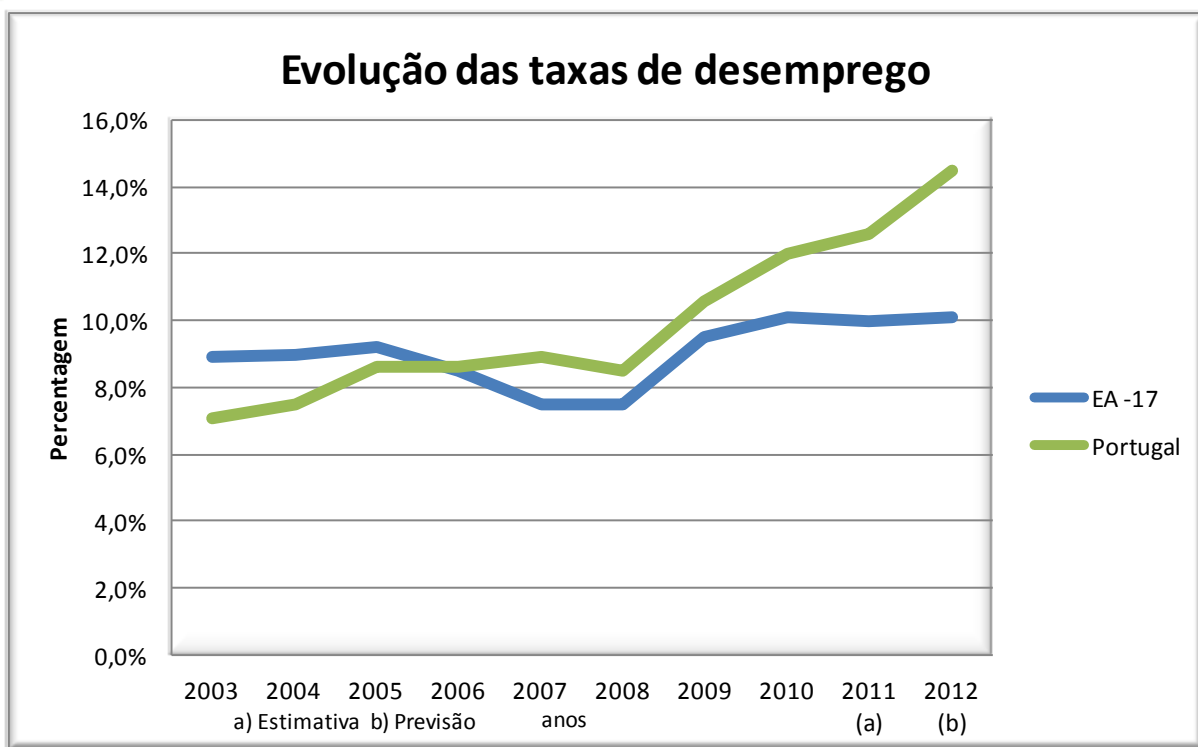


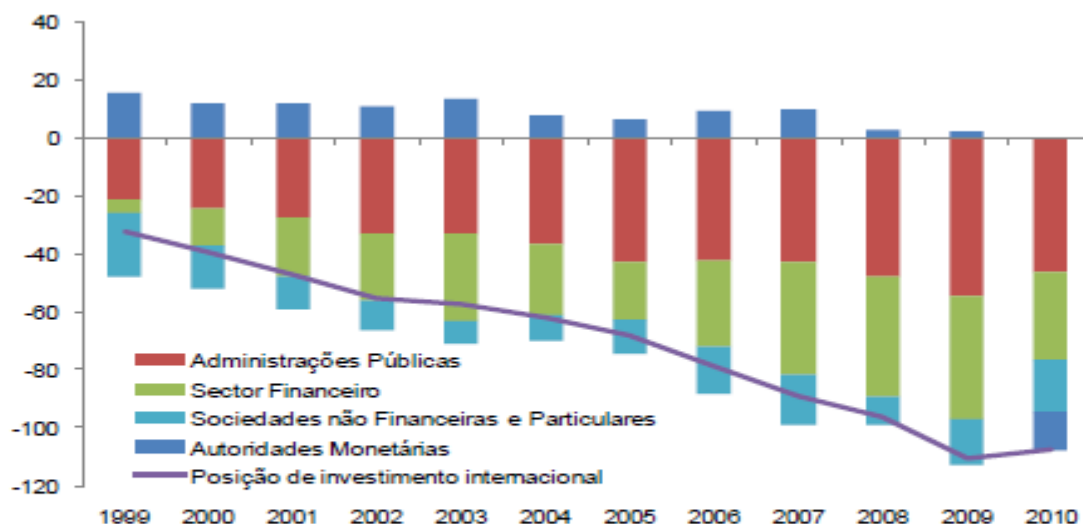
Gráfico 10 - Evolução das taxas de desemprego Portugal vs EA - 17

Fonte: adaptado de (EC, 2011i) - *Statistical Annex of European Economy* e (MF, 2012)- *Alteração ao Orçamento De Estado para 2012*

A resolução deste problema passa, no curto prazo, pela flexibilização das leis laborais, aumento dos incentivos ao setor dos bens transacionáveis, restaurar a competitividade baixando o custo unitário do trabalho relativamente aos nossos parceiros comerciais (Bento, 2011, pp. 74-76).

(2) Endividamento externo e dívida soberana

Uma perceção de risco distorcida, por parte dos investidores externos, associada a níveis historicamente baixos das taxas de juro reais, permitiu a Portugal a obtenção de financiamento, que colmatou o diferencial entre a procura doméstica e a capacidade produtiva (Bento, 2011, p. 54). A posição do investimento internacional passou de 32% do PIB, em 1999, para 108% (!) em 2010 (MF, 2011, p. 12), conforme se demonstra no gráfico seguinte:



Fonte: Banco de Portugal

Gráfico 11 - Posição de investimento internacional em % do PIB

Fonte: (MF, 2011, p. 13)- Documento de Estratégia Orçamental 2011-2015

Situação que se compara com a dos nossos parceiros europeus, onde fica bem expressa a dualidade, na ZE, entre as posições externas dos países da periferia e os do centro:

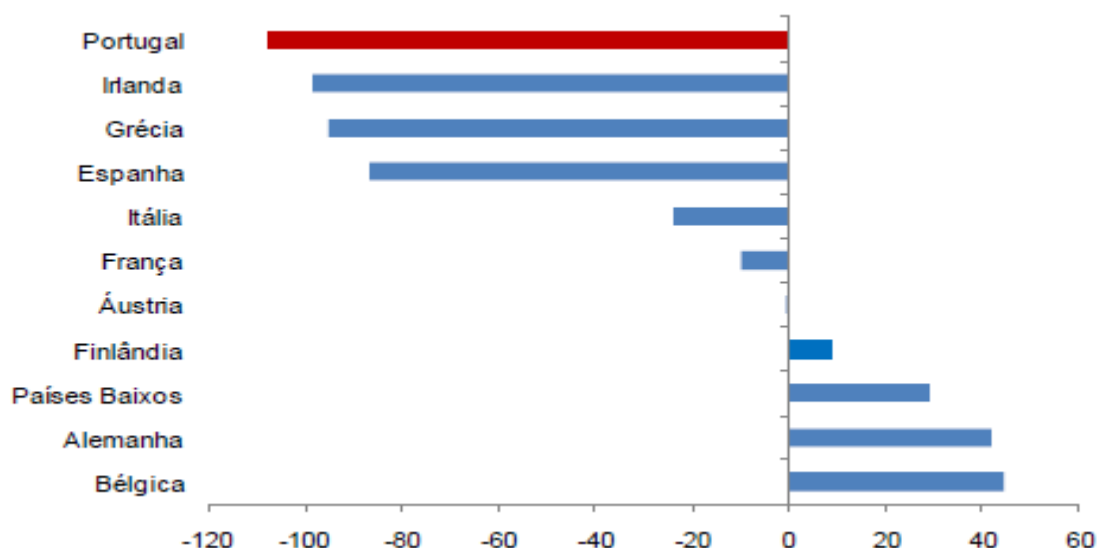


Gráfico 12 - Posição de investimento internacional em % do PIB, 2010

Fonte: (MF, 2011, p. 13)- Documento de Estratégia Orçamental 2011-2015



Os particulares e empresas não financeiras endividaram-se essencialmente junto da banca, que dado o baixo nível da taxa de poupança nacional (mínimo de 7% em 2007), se financiou no mercado internacional, aumentando o grau de transformação de depósitos em crédito (em média 160%). O tipo de recursos das instituições financeiras foi-se alterando para elementos de natureza mais volátil. Também as crescentes necessidades de financiamento do setor público foram sendo satisfeitas com recurso a endividamento externo, cerca de 75% em meados de 2009. Os efeitos da crise financeira internacional conduziram a um rápido ajustamento das necessidades do setor privado, que não foram acompanhadas pelo setor público, que aumentou as suas necessidades de financiamento em 2009, mantendo inalteradas as necessidades globais de financiamento da economia portuguesa, conforme quadro seguinte (Neves, 2011, p. 230) (MF, 2011, pp. 14 -15):

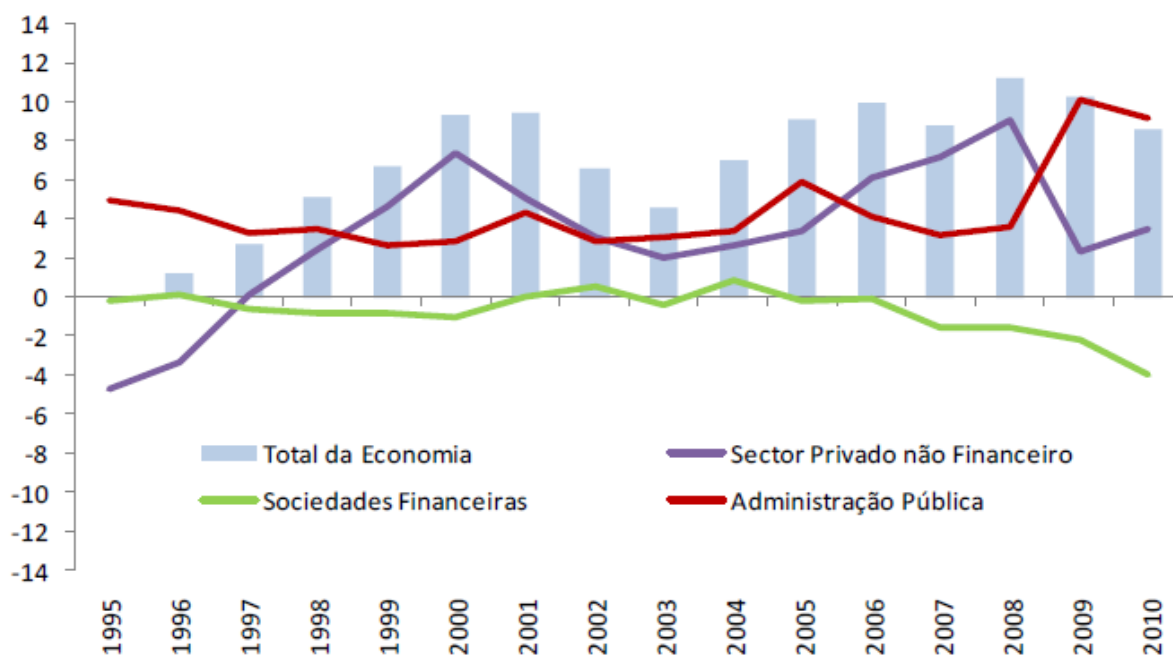


Gráfico 13 - Necessidade de financiamento, por setores institucionais, em % do PIB

Fonte: (MF, 2011, p. 15)- Documento de Estratégia Orçamental 2011-2015

Os riscos do excessivo endividamento externo da economia começaram a materializar-se com o *downgrade* do *rating* da dívida pública portuguesa, em janeiro de 2009, pela Agência Standards & Poor's, de AA- para A+, numa escalada em que o nível de risco soberano da República se foi deteriorando sucessivamente, impossibilitando o normal financiamento junto dos mercados, e forçando o país a pedir ajuda externa, em abril de 2011, de forma a evitar entrar em incumprimento, conforme já referido ao longo desta investigação (Neves, 2011, pp. 219 - 225). Em janeiro de 2012 o *rating* da República era



de BB, vulgarmente designado como “lixo”, *junk bonds*, nível de investimento especulativo de alto risco (Fitch, 2012a, p. 2). Portugal elevou o nível de dívida soberana de 50% do PIB, em 1999 para 93% do PIB em 2010, revelando um comportamento desajustado aos objetivos do PEC. Foi sujeito a três procedimentos por défices excessivos, entre 2002 e 2004, 2005 e 2008 e o último iniciado em 2009 que continua em curso. Desde a adesão ao Euro que Portugal, tem apresentado défices de natureza estrutural superiores a 3% ao ano, tendo aumentado o peso da despesa pública, anual, em percentagem do PIB de 41% em 1999 para 51,3% em 2010, revelando um grave problema de disciplina e gestão orçamental (EC, 2011i, p. 178) (EC, 2011a, p. 9). O gráfico seguinte mostra claramente esta trajetória:

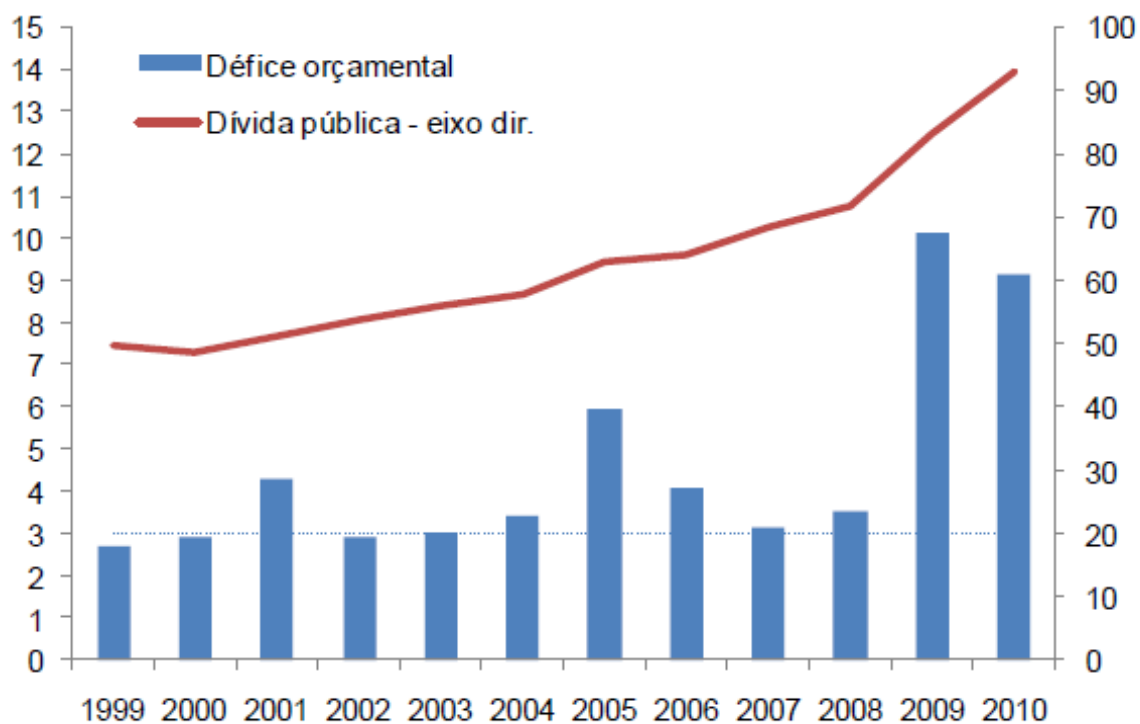


Gráfico 14 - Déficit e dívida pública em percentagem do PIB

Fonte: (MF, 2011)- Documento de Estratégia Orçamental 2011-2015

Num conceito de dívida pública alargado, deveremos considerar o endividamento do Setor Empresarial do Estado (SEE), excluindo o setor financeiro, e os encargos futuros decorrentes das Parcerias Público Privadas (PPP).

Em final de 2010 o Passivo acumulado do SEE atingia cerca 62 mil milhões de euros, sendo os Capitais Próprios negativos no montante de 235 milhões de euro, revelando a frágil estrutura financeira e a necessidade de reestruturação, em especial nas



empresas de transportes e hospitais. O endividamento bancário representava cerca de 19% do PIB, 33 mil milhões de euros a preços de 2010. Esta situação tem o efeito adicional adverso de provocar um *credit crunch* junto do setor privado, colocando dificuldades acrescidas de financiamento, com especial incidência nas Pequenas e Médias Empresas. Uma parte deste passivo, mais cedo ou mais tarde terá que ser assumido pelo Estado, colocando risco acrescido na dívida pública (EC, 2011a, p. 10) (MF, 2011, p. 10).

As PPP têm sido extensivamente usadas no investimento em infraestruturas de transporte e hospitais. O valor atual, dos *cash-flows* futuros que o Estado terá que assegurar, representa cerca de 14% do PIB, limitando de forma materialmente relevante a flexibilidade orçamental futura (EC, 2011a, p.11). O gráfico seguinte documenta a composição sectorial das responsabilidades com PPP:

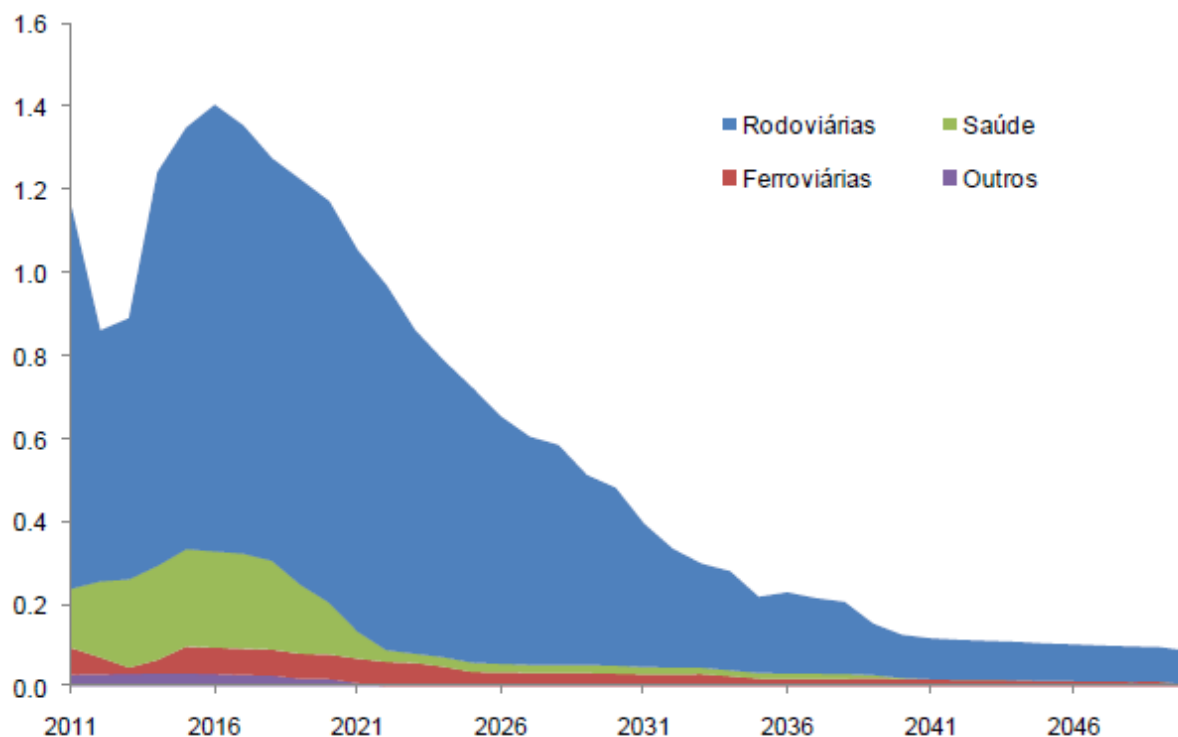


Gráfico 15 - Encargos Brutos com Parcerias Público Privadas em percentagem do PIB

Fonte: (MF, 2011, p. 10)- Documento de Estratégia Orçamental 2011-2015

Chegou o momento de Portugal assumir um comportamento responsável, que coloque as finanças públicas numa trajetória sustentável e permitam, ainda assim, criar condições para a retoma do crescimento económico, que será essencial ao sucesso do PAEF, negociado com a *TROIKA*. Este programa **impõe**, um conjunto de medidas na área orçamental, legislação laboral, SEE, banca e liberalização da economia, de cuja verificação



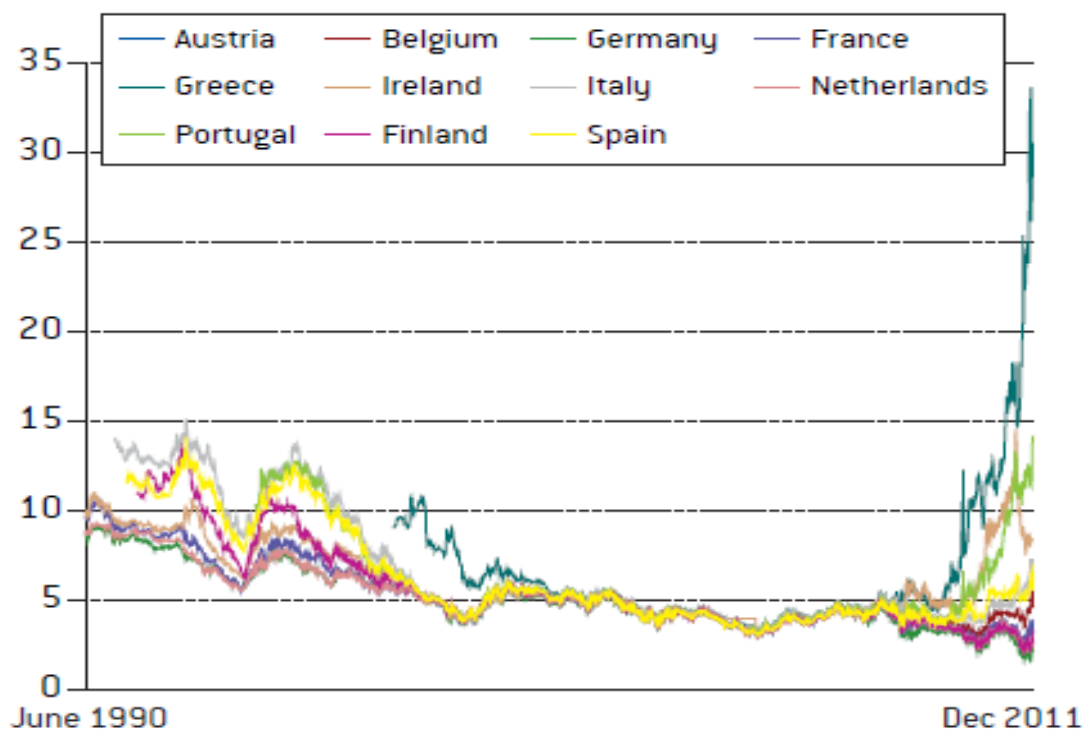
depende a disponibilização parcial dos montantes acordados, até atingir o valor total de € 78 mil milhões.

c. Portugal e o Ministério das Finanças Europeu

“Para quem aspira a uma União Europeia com mais eficiência, com mais equidade e com maior projeção no Mundo, uma das maiores falhas do Tratado de Lisboa de Dezembro de 2007, foi a de não ter conseguido substituir a regra da unanimidade pela da maioria qualificada em decisões sobre o Orçamento Europeu e sobre mínimos de harmonização Fiscal entre os Estados Membros.” (Lopes, 2007, p. 274)

Em 2007, o Professor Silva Lopes, antecipava a fraqueza de uma UEM onde a incapacidade de articular uma política orçamental robusta, conduziria às fragilidades que afetam hoje as finanças públicas de alguns dos EM, entre os quais Portugal.

Num estudo recentemente realizado, Paul De Grauwe, encontra evidência de uma sistemática má avaliação do risco soberano da UEM, com os *spreads* das dívidas soberanas de Portugal, Irlanda, Espanha e Itália a atingirem valores, extremamente elevados, conforme visível no gráfico seguinte. Esta situação é fruto de um sentimento negativo crescente, por parte dos mercados desde finais de 2009, não necessariamente ligados aos níveis acumulados de dívida soberana e onde o comportamento assumido pelos mercados perante países individuais, não pertencentes à UEM, é diferenciado. O facto de os países da União emitirem dívida numa moeda que não controlam, levanta perante os mercados um maior risco de liquidez, que se transforma em “profecias auto realizáveis”, através de maiores *spreads* e limitações ao financiamento (Grauwe and Ji, 2012). Esta situação, como já discutido no capítulo anterior, poderá ser minimizada através da existência de um MFE. Esta instituição permitiria um *mix* de políticas monetárias e orçamentais adequadas à ZE, anulando a restrição da emissão de dívida em moeda que não se controla, quer através de um mercado europeu de dívida pública, quer permitindo ao BCE agir como prestador de último recurso se tal fosse necessário.



Source: Datastream.

Gráfico 16 - Spreads dos Títulos de Dívida Pública a 10 anos

Fonte: (Grauwe and Ji, 2012)

A soberania dos países, nas suas várias dimensões, e num mundo cada vez mais globalizado, mede-se por estarem sentados á mesa onde se tomam as decisões.

No entender do autor Portugal teria a vantagens na criação do MFE, tal como o apresentámos. Em primeiro lugar faria parte da Instituição onde teria os seus direitos e capacidades bem definidos numa estrutura federal, à semelhança do que se passa no BCE. Poderia de forma mais eficaz e sustentada dar acesso à sua situação económica e financeira e debilidades no modelo de desenvolvimento, criando seguramente maior credibilidade perante os seus parceiros e capacidade de influenciar políticas fiscais mais adequadas à sua realidade e necessidades da função fiscal estabilização.

Países em maior dificuldade poderiam reduzir as suas transferências para o orçamento comunitário de forma automática. A possível criação de um mercado europeu de dívida pública reduziria os custos de financiamento do País. A criação de um mecanismo, na UEM, de proteção de depósitos e reforço da supervisão bancária a nível central contribuiria para a solidez futura do sistema bancário nacional, tornando mais transparente o excessivo envolvimento entre a banca e a dívida soberana. A perda de soberania, a nível fiscal, é uma falsa questão, dado que o MFE só interviria caso as



políticas nacionais colocassem a sustentabilidade da dívida pública em causa. Evitar-se-ia assim a situação de eminente *default* que obrigou o País a aceitar todas as condições impostas pelo acordo da *TROIKA*, retirando qualquer flexibilidade à política fiscal.

A resolução da crise do Euro, a permanência de Portugal na ZE, exige passos decisivos no sentido da maior integração económica e financeira e estímulos ao crescimento económico. Com este mecanismo poderão ser consideradas políticas discricionárias em caso de choques assimétricos, será possível desenvolver de forma eficaz solidariedade e responsabilidade fiscal, colocando ao lado do pilar monetário um sólido pilar orçamental, que possa responder aos exigentes desafios de competitividade da economia mundial (Ferry, 2012).

‘Against the background of widespread doubts about the viability of the euro area, the lack of clear-cut solutions contributes to lingering policy uncertainty. A strong case can therefore be made for comprehensive reform involving simultaneous moves on more than one front.’ (Ferry, 2012, p. 14)

d. Síntese conclusiva

Da investigação conduzida com vista a identificar se Portugal, no atual contexto financeiro, económico e orçamental, teria vantagens em delegar mais soberania em Bruxelas, numa perspetiva Federalista, que materializa a nossa QD 4, entendemos que:

- As dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida soberana, em especial na ZE, associados aos desequilíbrios financeiros dos EUA, e à falta de disponibilidade dos países emergentes, em especial a China, para estimularem o consumo interno, fazem recrudescer os receios de uma crise económica e financeira renovada;
- Portugal, na última década, endividou-se, perante o exterior a um ritmo que determinou que de um *stock* de 32% do PIB, atinge-se uma posição líquida perante o exterior de 108% do PIB. Simultaneamente a dívida soberana duplicou o seu peso relativamente ao PIB;
- Portugal tem vindo a perder competitividade consequência, essencialmente, de um crescimento relativo dos custos unitários do trabalho face aos seus principais parceiros comerciais, resultante da rigidez das leis laborais e do enviesamento de incentivos dirigidos ao setor dos bens não transacionáveis, descurando o setor dos bens transacionáveis;



- Esta trajetória insustentável conduziu a que o País deixasse de ter condições de se financiar nos mercados internacionais, tendo de recorrer à ajuda externa, estando a cumprir o PAEF imposto pela *TROIKA*;
- Portugal teria a vantagens na criação do MFE, onde estaria representado e com um conjunto de direitos e capacidades institucionalmente definidos, numa estrutura federal, à semelhança do que se passa no BCE. Neste veículo seria possível criar maior credibilidade perante os seus parceiros e capacidade de influenciar políticas fiscais mais adequadas à sua realidade e necessidades da função fiscal estabilização;
- A possibilidade de criar um mercado europeu de dívida pública reduziria os custos de financiamento. A existência de um mecanismo regulador e de proteção de depósitos na UEM contribuiria para a solidez do sistema bancário nacional;

Pelas razões aduzidas concluímos que Portugal tem vantagens em apoiar a criação de um órgão com competência orçamental, supranacional, no seio da UEM, tendo em especial consideração a função fiscal estabilização, o que responde à QD 4 e confirma e valida a HIP 4.



Conclusões e recomendações

Conclusões

Com o presente trabalho procurámos dar resposta à seguinte QC: *A União Económica e Monetária: Uma Região Rumo ao Federalismo?*

Cremos ter demonstrado, de forma sistémica e sustentada, que a estabilidade, integridade e sobrevivência da UEM, passam pela criação de mecanismos de governação económica, de natureza federal, que eliminem o desequilíbrio entre o pilar monetário e o pilar económico e fiscal, contribuindo para o reforço das características federais da UEM.

No percurso de investigação recolhemos evidência de falhas conceptuais na criação da moeda única.

Verificámos a inexistência, original, de instrumentos de governação da UEM para lidar com a crise das dívidas soberanas e o esforço realizado na criação de soluções, que a pudessem resolver, não deixando de efetuar uma análise crítica a este processo, que ainda se encontra em curso.

Evidenciou-se a necessidade da criação de um MFE, tendo por base as teses do Federalismo Fiscal, sendo incontornável o aumento do Orçamento Europeu, a harmonização fiscal e a regulação financeira centralizada.

Numa especial atenção ao nosso País, sem esquecer o enquadramento internacional, analisámos as causas da perda de competitividade, fraco crescimento, endividamento externo, endividamento público e privado, ao longo da última década, que conduziram à insustentabilidade da dívida pública e à necessidade de recorrer a auxílio externo para não entrarmos em incumprimento. A análise efetuada permitiu ao autor identificar vantagens, para Portugal, da existência de um MFE.

No Apêndice 2 sistematizam-se os principais aspetos da gestão da crise europeia, para os quais o trabalho deu contributos para o conhecimento.

Chegámos a estas conclusões, baseados num processo lógico - dedutivo que assenta nas seguintes conclusões parcelares, e que respondem, por sua vez, às questões derivadas por nós elencadas:

A União Económica e Monetária Europeia

- A criação do Euro não fez acompanhar a União Monetária por uma União Económica, propiciando uma assimetria institucional;



- O PEC, com objetivos estritos de estabilidade orçamental, a observar pelos EM, nunca propiciou adequada coordenação multilateral das políticas fiscais, nem assegurou o cumprimento de objetivos nominais;
- A investigação permitiu concluir que a criação do Euro não respeitou os critérios que definem uma ZMO.

Validamos assim a HIP1, dando resposta à QD1.

Da crise financeira global, à crise da dívida soberana europeia

- A crise financeira global conduziu a uma crise de dívida soberana na ZE, que encontrou a Europa desprovida de instrumentos de governação, face à possibilidade de incumprimento soberano dos países da UEM;
- Num contexto intergovernamental, foram criados Fundos Europeus de resgate e o BCE iniciou um Programa de Compra de Títulos de Dívida Pública e Privada da ZE;
- A Europa, conjuntamente com o FMI, aprovou pacotes de ajuda à Grécia, Irlanda e Portugal;
- Procurando atingir uma cooperação económica e política reforçada foi elaborado o tratado sobre a Estabilidade, Coordenação e Governação na UEM, que deverá entrar em vigor em 2013;
- Continua a existir risco de desintegração da ZE, ainda que considerado baixo.

Validamos assim a HIP2, dando resposta à QD2.

Uma União Económica e Monetária reforçada

- A política monetária deverá ser acompanhada por uma política fiscal de estabilização centralizada, apoiada nos princípios do Federalismo Fiscal, com partilha de responsabilidades e uso de instrumentos fiscais nos diversos níveis de governo, que deverá ser concretizada com a criação de uma estrutura equivalente a um MFE;



- A par do MFE, é essencial a realização de um mercado de *stability bonds*, que permitam de forma duradoura a estabilidade, através da corresponsabilização, no mercado da dívida soberana da UEM;
- Deverão ser definidos mecanismos de atuação institucional, quer “ex-post”, quer “ex-ante”, em caso de insustentabilidade da dívida soberana de um EM.

Validamos assim a HIP3, dando resposta à QD3.

Governança económica – o caso de Portugal

- Portugal, na última década endividou-se, perante o exterior, atingindo uma posição líquida negativa de 108% do PIB. No mesmo período a dívida soberana duplicou o seu peso relativamente ao PIB;
- O crescimento relativo dos custos unitários do trabalho, face aos principais parceiros comerciais, tem determinado a perda de competitividade do País;
- A conjugação dos fatores supramencionados determinou que Portugal deixasse de ter condições de se financiar nos mercados internacionais, tendo de recorrer à ajuda externa;
- A criação do MFE, permitiria a Portugal estar representado com um conjunto de direitos e capacidades institucionalmente definidos, numa estrutura federal, onde os seus interesses, no quadro da UEM, melhor podiam ser considerados;
- A criação de um mercado europeu de dívida pública reduziria os custos de financiamento para o país.

Validamos assim a HIP4, dando resposta à QD4.

Recomendações

Visando dar um sentido utilitário ao trabalho agora desenvolvido, cremos que este vetor de investigação deveria ser continuado, com a extensão e aprofundamento da análise a outras dimensões da Integração Europeia, nomeadamente Política Externa de Segurança e Defesa. Estas questões são decisivas para o futuro de Portugal.



Bibliografia

- AE 2012. *Tratado que Cria o Mecanismo Europeu de Estabilidade*. Bruxelas: Eurogrupo.
- ALLEN, F. & CARLETTI, E. 2011. The Global Financial Crisis. In: CHILE, C. B. O. (ed.) *Thirteenth Annual Conference of The Central Bank of Chile - "Monetary Policy Under Financial Turbulence"*. Santiago: Central Bank of Chile.
- ALTMAN, D. 2011. *A Crise Mundial*, Lisboa, Editorial Presença.
- ALVES, R. H. 2000. *Da Moeda Única à União Política? Working Papers*. Porto: Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- ALVES, R. H. & OSCAR, A. 2007. *Fiscal Federalism in the European Union: How Far Are We? Working Papers*. Porto: Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- AMADOR, J. & CUNHA, J. 2004. *Regras Orçamentais na UE: Algumas Linhas de Orientação para a sua Reforma*. Banco de Portugal-Boletim Económico, Dezembro de 2004, 31 - 51.
- ANGELONI, I., BÉNASSY-QUÉRÉ, A., CARTON, B., DARVAS, Z., DESTAIS, C., PISANI-FERRY, J., SAPIR, A. & VALLÉE, S. 2011. *Global currencies for tomorrow: a European perspective*. In: BRUEGEL (ed.) *Bruegel Blueprint Series/CEPII Research Reports*. [Em linha] Brussels: Bruegel. Disponível em: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/592-global-currencies-for-tomorrow-a-european-perspective/>, [Consultado em 25 de outubro de 2011].
- BENTO, V. 2011. *Perceber a Crise para Encontrar o Caminho*, Lisboa, Bnomics.
- BP 2012. *Boletim Económico - Primavera 2012*. [Em linha] Lisboa: Banco de Portugal. Disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/BoletimEconomico/Paginas/BoletimEconomico.aspx>, [Consultado em 02 de abril de 2012].
- BUTI, M. 2006. *Will the New Stability and Growth Pact Succeed? An Economic and Political Perspective*. Brussels: European Commission.
- BUTI, M. & SZÉKELY, I. P. 2009. *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*. In: COMMUNITIES, E. (ed.) *European Economy*. [Em linha] Brussels: European Commission. Disponível em: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf,



[Consultado em 19 de dezembro de 2011].

CE 2007. *Uma Moeda para a Europa, o Caminho para o Euro*. [Em linha] Bruxelas: Comunidades Europeias. Disponível em:

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6730_pt.pdf,

[Consultado em 22 de outubro de 2011].

CEE 1987. *Acto Único Europeu*. In: EUROPEIA, J. O. D. C. E. (ed.) *L 169*. Bruxelas: Serviço das Publicações das Comunidades.

EC 2011a. *The Economic Adjustment Programme for Portugal*. [Em linha] Brussels: European Union. Disponível em:

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/index_en.htm, [Consultado em 22 de outubro de 2011].

EC 2011b. *EU Economic governance "Six Pack" - State of Play*. Memo. Brussels: European Union.

EC 2011c. *European Economic Forecast - Autumn 2011*. [Em linha] Brussels: European Union. Disponível em:

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ee-2011-6_en.pdf, [Consultado em 16 de janeiro de 2012].

EC 2011d. *European semester: a new architecture for the new EU Economic governance*. Brussels: European Union.

EC 2011e. *Governança económica da UE: um grande passo em frente*. Bruxelas: União Europeia.

EC 2011f. *Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds*. Brussels: European Union.

EC 2011g. *A roadmap to stability and growth*. Brussels: European Union.

EC 2011h. *Statement by the Euro Area Heads of State or Government*. Brussels: European Council.

EC 2011i. *Statistical Annex of European Economy - Autumn 2011*. [Em linha] Brussels: European Commission. Disponível em:

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/2011-11-10-stat-annex_en.pdf, [Consultado em 17 de janeiro de 2012].

EC 2012. *Interim Forecast, February 2012*. Brussels: European Union.

ECB 2012. *Monthly Bulletin, January 2012*. [Em linha] Frankfurt am Main: ECB. Disponível em:



- <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201201en.pdf>, [Consultado em 16 de janeiro de 2012].
- EICHENGREEN, B. 2007. *Sui Generis EMU. Research Papers*. Berkeley: University of California, Berkeley.
- EICHENGREEN, B. 2009. *The Financial Crisis and Global Policy Reforms. Research Papers*. Berkeley: University of California, Berkeley.
- EICHENGREEN, B. 2011. Coco for Europe. *Project Syndicate, 2011*. [Em linha]. Disponível em:
<http://www.project-syndicate.org/commentary/eichengreen35/English>, [Consultado em 19 de dezembro de 2011].
- EU 2010. *Council Regulation (EU) No 407/2010*. In: UNION, O. J. O. T. E. (ed.) *L 118*. Brussels: European Union.
- EU 2012. *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*. Brussels: European Union.
- FERRY, J. P.-. 2012. *The Euro Crisis and the New Impossible Trinity. Bruegel Policy Contribution*. [Em linha] Brussels: Bruegel. Disponível em:
<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/674-the-euro-crisis-and-the-new-impossible-trinity/>, [Consultado em 07 de fevereiro de 2012].
- FITCH 2012a. *The Credit Outlook Entrenched Eurozone Crisis Challenges Global Rating Stability*. In: RESEARCH, F. (ed.). [Em linha] New York: Fitch. Disponível em:
http://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=665621, [Consultado em 31 de janeiro de 2012].
- FITCH 2012b. *European Senior Fixed-Income Investor Survey Q112*. In: RESEARCH, F. (ed.). [Em linha] New York: Fitch. Disponível em:
http://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=665621, [Consultado em 29 de fevereiro de 2012].
- FITCH 2012c. *Risk radar*. In: RESEARCH, F. (ed.). [Em linha] New York: Fitch. Disponível em:
http://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=656769, [Consultado em 16 de janeiro de 2012].
- GIANVITI, F., KRUEGER, A. O., PISANI-FERRY, J., SAPIR, A. & HAGEN, J. V. 2010. *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*. In: BRUEGEL (ed.) *Bruegel Blueprint*. [Em linha] Brussels: Bruegel. Disponível em:
<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/446-a-european->



- [mechanism-for-sovereign-debt-crisis-resolution-a-proposal/](#), [Consultado em 19 de dezembro de 2011].
- GRAUWE, P. D. 2011. Managing a fragile Eurozone. *vox*, [Em linha]. Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6484>, [Consultado em 19 de dezembro de 2011].
- GRAUWE, P. D. & JI, Y. 2012. *Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone. CEPS Working Document*. Brussels: Centre for European Policy Studies.
- GROS, D. 2011. Uma Europa com liquidez. *Negócios online*, [Em linha]. Disponível em: http://www.jornaldenegocios.pt/imprimirNews_v2.php?id=510965, [Consultado em 22 de dezembro de 2011].
- IMF 2011. *World Economic Outlook, September 2011. World Economic and Financial Surveys*. [Em linha] Washington: International Monetary Fund. Disponível em: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=29>, [Consultado em 16 de janeiro de 2012].
- KENNY, P. 2003. The Theory of Optimum Currency Areas. *Student Economic Review*, [Em linha]. Disponível em: <https://www.tcd.ie/Economics/SER/sql/download.php?key=62>, [Consultado em 22 de outubro de 2011].
- KRUGMAN, P. 2009. *O Regresso da Economia da Depressão e a Crise Actual*, Barcarena, Editorial Presença.
- LAURSEN, F. 2011. *The EU and Federalism*, Surrey, Ashgate Publishing Limited.
- LOPES, J. S. 2007. *A União Europeia: A caminho de um orçamento federal*. In: EDIÇÕES ALMEDINA, S. (ed.) *A Europa e os desafios do século XXI*. Lisboa.
- MARZINOTTO, B., SAPIR, A. & WOLFF, G. B. 2011. *What Kind of Fiscal Union? In: BRUEGEL (ed.) Bruegel Policy Brief*. [Em linha] Brussels: Bruegel. Disponível em: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/646-what-kind-of-fiscal-union/>, [Consultado em 19 de dezembro de 2011].
- MATEUS, A. 2011. *RE: Evolução da Economia Portuguesa Realidades, Desequilíbrios e Crise*. Type to IESM.
- MATEUS, A. Professor Doutor. *A Crise Financeira e de Dívida Soberana na UEM*. Entrevistado por João Vargas, Lisboa, 23 de fevereiro de 2012.



- MCKINNON, R. 2000. *Mundell, the Euro, and Optimum Currency Areas. Working Papers*. Stanford: Stanford University.
- MCKINNON, R. 2001. *Optimum Currency Areas and the European Experience. Papers*. Stanford: Stanford University.
- MF 2011. *Documento de Estratégia Orçamental 2011–2015*. [Em linha] Lisboa: Ministério das Finanças. Disponível em:
<http://economico.sapo.pt/public/uploads/estrategia-orcamental-2011-2015.pdf>,
[Consultado em 20 de outubro de 2011].
- MF 2012. *Alteração ao Orçamento do Estado para 2012 - Nota de Apresentação*. [Em linha] Lisboa: Ministério das Finanças. Disponível em:
http://www.dgo.pt/noticias/Paginas/PropostaAlteracaoOE2012_Relatorio_v2.aspx,
[Consultado em 02 de abril de 2012].
- MOUTOT, P., JUNG, A. & MONGELLI, F. 2008. *The Workings of the Eurosystem*. [Em linha] Frankfurt: European Central Bank. Disponível em:
<http://www.ecb.europa.eu/pub/scientific/ops/date/html/ops2008.en.html>,
[Consultado em 10 de dezembro de 2011].
- MUNDELL, R. A. 1961. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, [Em linha] Vol. 51. Disponível em:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28196109%2951%3A4%3C657%3AATOOCA%3E2.0.CO%3B2-V>,
[Consultado em 22 de outubro de 2011].
- MUSGRAVE, R. A. & MUSGRAVE, P. 1980. *Public Finance in Theory and Practice*, New York, McGraw-Hill.
- NEVES, J. C. D. 2011. *As 10 Questões da Crise*, Alfragide, Dom Quixote.
- NEVES, J.C.D. Professor Doutor. *A Crise Financeira e de Dívida Soberana na UEM*. Entrevistado por João Vargas, IESM, 28 de novembro de 2011.
- PEREIRA, Á. S. 2011. *Portugal na hora da verdade*, Lisboa, Gradiva Publicações, S. A.
- PEREIRA, P. T., AFONSO, A., ARCANJO, M. & SANTOS, J. 2005. *Economia e Finanças Públicas*, Lisboa, Escolar Editora.
- REICH, R. B. 2011. *After Shock - A Economia que se Segue e o Futuro da América*, Alfragide, Publicações D. Quixote.
- REINHART, C. M. & ROGOF, K. S. 2009. *This Time is Different, Eight Centuries of Financial Folly*, New Jersey, Princeton University Press.



- ROLLO, M. F., AMARAL, J. & BRITO, J. 2011. *Portugal e a Europa Cronologia*, Lisboa, Tinta - da - China.
- ROUBINI, N. 2011a. Down with the Eurozone. *Project Syndicate*, 2011, [Em linha]. Disponível em:
<http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini44/English>, [Consultado em 19 de dezembro de 2011].
- ROUBINI, N. 2011b. Frágeis e desequilibrados em 2012. *Negócios online*, [Em linha]. Disponível em:
http://www.jornaldenegocios.pt/imprimirNews_v2.php?id=527097, [Consultado em 16 de janeiro de 2012].
- ROUBINI, N. & MIHM, S. 2010. *Economia de Crise Um Curso Intensivo Sobre o Futuro da Finança*, Alfragide, Dom Quixote.
- SALGUEIRO, J. Professor Doutor. *A Crise Financeira e de Dívida Soberana na UEM*. Entrevistado por João Vargas, IESM, 13 de dezembro de 2011.
- SALINES, M., GLÖCKLER, G., TRUCHLEWSKI, Z. & FAVERO, P. 2011. *Beyond the Economics of the Euro Analysing the Institutional Evolution of EMU 1999 - 2010*. [Em linha] Frankfurt: European Central Bank. Disponível em:
<http://www.ecb.europa.eu/pub/scientific/ops/date/html/index.en.html>, [Consultado em 22 de outubro de 2011].
- SCHELLER, H. K. 2006. *O Banco Central Europeu*. [Em linha] Frankfurt: Banco Central Europeu. Disponível em: <http://www.ecb.int/pub/html/index.en.html>, [Consultado em 25 de outubro de 2011].
- TRICHET, J.-C. 2011. A Europa do Futuro. *Negocios Online*, [Em linha]. Disponível em:
http://www.jornaldenegocios.pt/imprimirNews_v2.php?id=527679, [Consultado em 30 de dezembro de 2011].
- UE 1992. *Tratado da União Europeia*. In: EUROPEIA, J. O. D. U. (ed.) C 191 Bruxelas: Serviço das Publicações da Comunidade.
- UE 1997a. *Regulamento (CE) N.º 1466/97 do CONSELHO*. In: EUROPEIA, J. O. D. U. (ed.) L209. Bruxelas: Serviço das Publicações da União Europeia.
- UE 1997b. *Regulamento (CE) N.º 1467/97 do CONSELHO* In: EUROPEIA, J. O. D. U. (ed.) L 209. Bruxelas: Serviço das Publicações da União Europeia.
- UE 1997c. *Resolução do Conselho Europeu sobre o pacto de estabilidade e crescimento*. In: EUROPEIA, J. O. D. U. (ed.) C 236. Bruxelas: Serviço das Publicações da União Europeia.



- UE 2010a. *Regulamento (UE) N. o 407/2010 do Conselho*. In: EUROPEIA, J. O. D. U. (ed.) *L 118*. Bruxelas: Serviço das Publicações da União Europeia.
- UE 2010b. *Versões Consolidadas do Tratado da União Europeia e do Tratado Sobre o Funcionamento da União Europeia*. In: EUROPEIA, J. O. D. U. (ed.) *C 83*. Bruxelas: Serviço das Publicações da União Europeia.
- VALÉRIO, N. 2010. *História da União Europeia*, Barcarena, Editorial Presença.
- VANEECLOO, C., BADRIOTTI, A. & FORNASINI, M. 2006. *Fiscal Federalism in the European Union and Its Countries*, Brussels, P.I.E. Peter Lang S.A.
- VAZ, J. L. D. 2011. *A Insustentável Leveza do Euro*, Lisboa, Edições Colibri.
- VÉRON, N. 2011. Testimony on the European Debt and Financial Crisis. *Bruegel Policy Contribution*. Brussels: Bruegel.
- WERNER, P., SCHMITZ, J., ANSIAUX, B., WILMARS, J., BROUWERS, J., LOOIJEN, A., CLAPPIER, B., BLOCH-LAINE, J., MOSCA, U., MOREL, J., SCHOLLHORN, J., TIETMEYER, H., STAMMATI, G. & PALUMBO, S. 1970. *Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community «Werner Report»*. In: COMMUNITIES, E. (ed.) *Bulletin*. [Em linha] Brussels: Council / Comission of the European Communities. Disponível em: http://aei.pitt.edu/1002/1/monetary_werner_final.pdf, [Consultado em 25 de outubro de 2011].



Apêndice 1
Diagrama de validação das hipóteses

Enunciado do Tema	Questão Central	Questões Derivadas	Hipóteses	Validação das Hipóteses	Resposta à Questão Central
A Europa: Uma Região Rumo ao Federalismo	A União Económica e Monetária: Uma Região Rumo ao Federalismo?	QD 1: O quadro conceptual da criação da moeda única teve falhas?	HIP 1: A criação da moeda única não respeitou os critérios expressos na Teoria das Zonas Monetárias Ótimas e não previu mecanismos eficazes para a coordenação, multilateral, das políticas fiscais dos EM.	Validada, Capítulo 1, página 16.	De acordo com o expresso no Capítulo das Conclusões e Recomendações, páginas 59 a 61.
		QD 2: A resolução tempestiva da crise da dívida soberana europeia, permitindo a sobrevivência da UEM, é possível mantendo os atuais instrumentos de governação financeira e económica da Europa?	HIP 2: A UEM deve criar e assegurar o eficaz funcionamento de novos instrumentos de governação económica, a curto - prazo, no âmbito da gestão das crises de dívida soberana dos EM e dos problemas sistémicos da banca.	Validada, Capítulo 2, páginas 29 e 30.	
		QD 3: A estabilização da UEM poderá ser conseguida, de forma duradoura, com uma governação económica apoiada nas teses do Federalismo Fiscal?	HIP 3: A estabilidade da UEM seria fortemente reforçada com uma governação económica assente num sistema derivado das teses do Federalismo Fiscal.	Validada, Capítulo 3, páginas 39 e 40.	
		QD 4: Portugal, no atual contexto financeiro, económico e orçamental, teria vantagens em delegar mais soberania em Bruxelas, numa perspetiva Federalista?	HIP 4: Portugal tem vantagens em apoiar a criação de um órgão com competência orçamental, supranacional, no seio da UEM, tendo em especial consideração a função fiscal estabilização.	Validada, Capítulo 4, páginas 57 e 58.	



Apêndice 2
Diagrama de possíveis resultados da gestão da crise europeia

UEM	Evoluções Possíveis	Relação ZE - UE	Resultados	Referência
Evolução da UEM	Output 1: União Monetária e Fiscal reforçada.	Alto Potencial de Conflito: Necessidade de alterar o Tratado UE. Conjugação eventuais conflitos de interesse entre os EM da UE que não pertencem à ZE. Necessidade de maior transparência e democraticidade das Instituições.	Reforço da coesão Europeia.	Contributos principais nos Capítulos 1, 2, 3 e 4.
	Output 2: Desenvolvimento de geometrias variáveis de governação. Tratados Intergovernamentais visando o reforço da coesão e coerência das políticas fiscais e económicas.	Gestão e Conciliação de Potenciais Conflitos: Geometria variável dos Instrumentos Institucionais, possibilitando a inclusão de todos o EM da UE. Clausulas referentes a tratamento de assuntos estritamente relacionados com a ZE. Tratados específicos relativos à estabilização financeira da ZE.	Risco de instabilidade na ZE e UE.	Contributos principais no Capítulo 2.
	Output 3: Aceitação limitada de regras de disciplina orçamental. Não ratificação de tratados de estabilização financeira e orçamental. Supervisão financeira a nível nacional.	Alto Potencial de Conflito: Ausência de instrumentos adequados à gestão de crises financeiras e económicas. Deterioração da situação económica e financeira, com riscos elevados de contágio sistémico a toda a UE. Diminuição da solidariedade europeia e recrudescimento de posições nacionalistas.	Risco elevado de desintegração da ZE e UE.	Contributos principais nos Capítulos 1,2, 3 e 4.